

**Band 16**

**Schriften zur  
Immobilienökonomie**

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte

Ramon Sotelo

**Ökonomische  
Grundlagen  
der Wohnungs-  
politik**



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL  
Private Wissenschaftliche Hochschule  
am Ort Rechartshausen



Rudolf Müller



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL  
IMMOBILIENAKADEMIE GmbH

Kranenstraße 19

65375 Oestrich-Winkel

Tel. 0 67 23 / 99 50 30, Fax 0 67 23 / 99 50 35

51000

Seite - 2



**Ramon Sotelo**

**Ökonomische Grundlagen  
der Wohnungspolitik**

UBR 069034928296



**Köln 2001**

G 07/2

00/QT 380 S 717

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Sotelo, Ramon:**

Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik

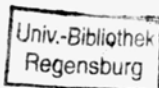
Ramon Sotelo. –

Köln : Müller 2001

(Schriften zur Immobilienökonomie; Bd. 16)

Zugl.: Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2001

ISBN 3-932687-80-9



ISBN 3-932687-80-9

© Immobilien Informationsverlag

Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2001

Alle Rechte vorbehalten

Umschlaggestaltung: Rainer Geyer, Köln

Druck: SDK Systemdruck Köln GmbH, Köln

Printed in Germany

Das vorliegende Buch wurde auf umweltfreundlichem Papier  
aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff gedruckt.

Für Victor, Leonard und Cristina



## Geleitwort

Der Verfasser, Ramon Sotelo, erkennt in der deutschen wie internationalen wohnungswirtschaftlichen Forschung eine Dominanz der güterwirtschaftlich geprägten Methodik, in dessen Mittelpunkt das Filtering-Modell steht. Eine Reihe von Phänomenen, die in Wohnungsmärkten zu beobachten sind, lassen sich nur unter Hinzuziehung weiterer Theorieansätze erklären, um daraus in einem nächsten Schritt sinnvolle wohnungspolitische Handlungsempfehlungen ableiten zu können. Hieraus ergeben sich Zielsetzung und Gliederung der Arbeit.

In einem ersten Teil wird der güterwirtschaftliche Ansatz kurz kritisch resümiert. Möglichkeiten und Grenzen des Filtering-Modells werden innerhalb der güterwirtschaftlichen Argumentation skizziert, um in den folgenden drei Hauptteilen einen finanzierungstheoretischen, vermögensmarktwirtschaftlichen und optionstheoretischen Ansatz als relevant zu postulieren.

Der finanzierungstheoretische Ansatz identifiziert eine, der traditionellen Immobilienfinanzierung vorgelagerte Finanzierungsebene, bei der Flächen als Naturalia übergeben werden. Somit ist die Vermietung von Wohnungen als Fremdfinanzierung und das selbstgenutzte Wohneigentum als Eigenfinanzierung zu begreifen. Auf dieser Grundlage wendet der Verfasser eine Reihe von aus der betrieblichen Finanzwirtschaft stammenden Theorieansätzen an. Da der Wohlstand einer Gesellschaft stets mit einer ausgeprägten Fremdfinanzierung einher geht, erhält gerade der Mietwohnungsmarkt, der insbesondere in Ballungsräumen bislang auch quantitativ dominant ist, seine Legitimität.

Der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz begreift Immobilien als Assets, die ihre Bewertung insbesondere aus ihrer Fähigkeit, Inflationsrisiken zu hedgen, erfahren. Insofern gehen güterwirtschaftliche Preissignale relativ unter, ein Umstand, der die Bedeutung des güterwirtschaftlichen Ansatzes relativiert.

Der optionstheoretische Ansatz interpretiert schließlich Grundstücke als Baurechte. Im Mittelpunkt der Überlegungen steht die Frage, unter welchen Voraussetzungen es bei

Existenz von Aufgeldern zu einer Grundstücksbebauung kommt. An dieser Stelle werden staatliche Interventionen begründet.

Im abschließenden Teil der Arbeit werden die sich aus den jeweiligen Ansätzen ergebenden Handlungsempfehlungen zusammen- und gegenübergestellt. Während sich aus dem optionstheoretischen Ansatz Handlungsempfehlungen für eine Ausweitung des Wohnflächenangebots ergeben, bleibt die Einhaltung der güterwirtschaftlichen und der sich aus den finanzierungstheoretischen Ansätzen abgeleiteten Handlungsempfehlungen notwendig, um eine pareto-optimale Allokation des vorhandenen Wohnraums zu gewährleisten.

Die vorliegende Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, schafft eine umfassende Grundlage für die Behandlung wohnungswirtschaftlicher Fragestellungen. Zugleich können mit dem gewonnenen Instrumentarium eine Fülle von weiteren Themen aus der Immobilienökonomie untersucht werden. Ich wünsche der Arbeit, dass sie zu einer weiteren Versachlichung in der wohnungspolitischen Diskussion beiträgt und Anstöße für nachfolgende Forschungsvorhaben gibt.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,  
insbesondere Immobilienökonomie (Stiftungslehrstuhl)  
EUROPEAN BUSINESS SCHOOL Schloß Reichartshausen  
Oestrich-Winkel/Rheingau

## Vorwort

In der vorliegenden Arbeit werden ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik anhand von vier unterschiedlichen Marktkonzepten entwickelt. Es zeigt sich, dass Wohnungsmarktprozesse nur im Verbund von güterwirtschaftlichen, finanzierungstheoretischen, vermögensmarktwirtschaftlichen und optionstheoretischen Betrachtungen umfassend verstanden werden können und damit auch wohnungspolitische Handlungsempfehlungen mit den Ergebnissen dieser Marktkonzepte konform gehen müssen. Nicht ein Marktversagen kennzeichnet primär den Wohnungsmarkt, sondern unzureichende Marktkonzepte die wohnungswirtschaftliche Forschung und die wohnungspolitische Debatte.

Die vorliegende Arbeit habe ich als externer Doktorand neben meiner selbständigen Tätigkeit als Makler und Projektentwickler angefertigt. Zugleich war ich in dieser Zeit als Vorsitzender des Berliner Landesfachausschusses Bauen, Wohnen und Stadtentwicklung der FDP sowie als Mitglied im gleichnamigen Bundesfachausschuss stets mit der konkreten Mitgestaltung auch wohnungspolitischer Fragen befasst. Es war mir ein besonderes Anliegen, diese Arbeit im Aufbau, Umfang und Duktus so zu fassen, dass sie sich auch für Leser aus der wirtschaftlichen und politischen Praxis als fruchtbringend erweist.

Mein ganz besonderer Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Karl-Werner Schulte, der mir die Behandlung des Themas ermöglichte und mich während der Zeit der Erstellung konstruktiv begleitet hat. Ohne das von Herrn Professor Dr. Karl-Werner Schulte mit geschaffene Umfeld, die ebs IMMOBILIENAKADEMIE GmbH, die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung gGmbH und den Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL wäre diese Arbeit in der vorliegenden Form sicherlich nicht entstanden. Bei Herrn Professor Dr. Georg H. Küster bedanke ich mich für wertvolle Hinweise sowie für die Bereitschaft, das Korreferat für diese Arbeit zu übernehmen.

Ein weiterer Dank gilt meinen Freunden und Bekannten im Umfeld der IMMOBILIENAKADEMIE sowie des Stiftungslehrstuhls, insbesondere Herrn Dr. Stephan Bone-Winkel,

der in seiner Zeit als Geschäftsführer der ebs IMMOBILIENAKADEMIE GmbH in Berlin mein erster Gesprächspartner hinsichtlich meines Promotionsvorhabens war. Herrn Ulrich Waltz danke ich für die fruchtbringenden Diskussionen.

Mein herzlichster Dank geht an meine Familie, insbesondere an meine Frau, Cortina Riedel, die im gleichen Zeitraum unsere drei Kinder, Victor, Leonard und Cristina zur Welt gebracht hat und damit zweifellos einiges mehr geleistet hat, sowie an meine Mutter, Frau Professor Dr. Elisabeth de Sotelo, die mich maßgeblich unterstützt hat.

Berlin, im September 2001

Ramon Sotelo



# Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Gang der Untersuchung	9
<b>2 Güterwirtschaftliche Theorieansätze</b>	<b>15</b>
2.1 Überblick zur güterwirtschaftlichen Literatur	15
2.2 Angebot von und Nachfrage nach Flächen	18
2.3 Güterwirtschaftliche Analyse bei Betrachtung von Wohnungen als homogene Güter	21
2.3.1 Das Wohnflächenangebot	22
2.3.2 Die Wohnflächennachfrage	23
2.3.3 Die Preismechanismen	31
2.3.4 Komparativ-statische Analyse	33
2.3.5 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen unter der Annahme der Homogenität der Güter	38
2.4 Güterwirtschaftliche Analyse bei Betrachtung von Wohnungen als heterogene Güter	40
2.4.1 Die Segmentierung des Wohnungsmarktes	40
2.4.2 Das Filtering-Modell	44
2.4.3 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen unter der Annahme der Heterogenität der Güter	49
2.4.4 Probleme des Filtering-Modells	52
2.5 Zusammenfassung zu den güterwirtschaftlichen Theorieansätzen	57
<b>3 Theorieansätze der betrieblichen Finanzwirtschaft</b>	<b>60</b>
3.1 Finanzierungstheoretische Aspekte in der Literatur	61
3.2 Finanzwirtschaftliche Analyse der Transaktion von Flächennutzungsmöglichkeiten	64
3.2.1 Mietverträge als Kreditverträge	64

3.2.2	Zwei Ebenen der Finanzierung: Finanzierung der Nutzung und der Erträge einer Immobilie	66
3.2.3	Mieten oder Kaufen als Frage der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene	75
3.2.3.1	Vor- und Nachteile der Anmietung und des Kaufs von Wohnungen	76
3.2.3.2	Gründe für die Vermeidung von Mietverträgen	79
3.3	Das Finanzierungspostulat von Williamson als moderne Kapitalstrukturregel	81
3.4	Die Übertragung der Kapitalstrukturregel auf die Fragestellung der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene	85
3.4.1	Die Spezifität des Kreditgegenstandes im Wohnungsmarkt	86
3.4.2	Die optimale Transaktionsform von Flächennutzungsmöglichkeiten	88
3.5	Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen aus dem finanzwirtschaftlichen Theorieansatz	88
3.5.1	Neutralität staatlicher Interventionen hinsichtlich der Finanzierung auf der ersten Ebene	89
3.5.2	Entwicklung mietrechtlicher Regulierungen zur Umsatzmaximierung des Transaktionsvolumens	92
3.5.2.1	Kriterien für gutes Mietrecht	93
3.5.2.2	Wichtige Regulierungen für Mieter	95
3.5.2.3	Wichtige Regulierungen für Vermieter	99
3.5.3	Weitere wohnungspolitische Handlungsempfehlungen	103
3.5.3.1	Förderung von Wohnungseigentum	103
3.5.3.2	Teilung von Altbauten	105
3.5.3.3	Altschuldenhilfegesetz und Privatisierung öffentlicher Wohnungsbestände	107
3.6	Zusammenfassung zu den Theorieansätzen der betrieblichen Finanzwirtschaft	108

<b>4</b>	<b>Der vermögensmarktwirtschaftliche Theorieansatz</b>	111
4.1	Vermögensmarktwirtschaftliche Aspekte in der Literatur	112
4.2	Non-pekuniäre Erträge bei Immobilieninvestitionen	117
4.3	Konsequenzen non-pekuniärer Erträge von Immobilien für den Wohnungsmarkt	121
4.4	Weitere vermögensmarktwirtschaftlich bedingte Phänomene	122
4.5	Das Finanzierungsverhalten der Banken im inflationären Umfeld: der Beleihungswert als originäre oder derivative Größe	125
4.6	Zusammenfassung des vermögensmarktwirtschaftlichen Theorieansatzes	127
<b>5</b>	<b>Der optionstheoretische Ansatz</b>	129
5.1	Grundstücke als Realoptionen	129
5.1.1	Überblick zur optionstheoretischen Literatur	131
5.1.2	Der Optionsansatz in der Wertermittlungsdebatte	134
5.2	Die Bebauung von Grundstücken als optionstheoretische Problemstellung	137
5.2.1	Die Anwendung der klassischen Optionspreistheorie auf den Bodenmarkt	138
5.2.2	Die Bebauung eines Grundstücks mit positivem Aufgeld am Beispiel eines Bürogebäudes	143
5.2.3	Die Bebauung von Grundstücken mit Wohngebäuden und die Notwendigkeit staatlicher Interventionen	148
5.3	Varianten und Kombinationen staatlicher Interventionen	154
5.3.1	Grundmuster staatlicher Interventionen zur Kompensation von Aufgeldern	154
5.3.2	Möglichkeiten staatlicher Interventionen unter Einbeziehung von Transferzahlungen	159
5.3.3	Besonderheiten bei Bauinvestitionen in Wohnungseigentum	161
5.4	Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen aus dem optionstheoretischen Ansatz	163
5.5	Zusammenfassung des optionstheoretischen Ansatzes	168

<b>6</b>	<b>Zusammenhänge und Widersprüche der vier Theorieansätze und ihrer Handlungsempfehlungen</b>	<b>170</b>
<b>7</b>	<b>Ergebnisse und Folgerungen</b>	<b>178</b>
	7.1 Zusammenfassung	178
	7.2 Fazit und Ausblick	187
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>193</b>

## Abkürzungsverzeichnis

A	Angebot
a. a. O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
BauGB	Baugesetzbuch
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
c. p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktienindex
Diss.	Dissertation
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
EStG	Einkommenssteuergesetz
Jg.	Jahrgang
Jl.	Journal
f., ff.	folgende
GFZ	Geschossflächenzahl
Hrsg.	Herausgeber
i	Nominalzins
I	Inflationsrate
l	Liegenschaftszins
MaBV	Makler- und Bauträgerverordnung
MHG	Miethöhegesetz
N	Nachfrage
ÖPNV	Öffentlicher Personennahverkehr
P	Preis
p. a.	per anno
Q	Qualitätsindex für Wohnungen
r	Realzins
REIT	Real Estate Investment Trust

REX	Deutscher Rentenindex
R DM	Rendite zehnjähriger Bundesanleihen
S	Wohnungssegment
Tab.	Tabelle
Vol.	Volume
WEG	Wohnungseigentumsgesetz
WertV88	Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken von 1988
WiStG	Wirtschaftsstrafgesetz
II. WoBauG	Zweites Wohnbaugesetz

## Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1: Angebot von Flächen	22
Abb. 2: Natürliche Bevölkerungsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1970 - 1999	24
Abb. 3: Wanderungssaldo und Bevölkerungswachstum in der Bundesrepublik Deutschland 1970 -1999	25
Abb. 4: Zusammenhang zwischen Pro-Kopf-Einkommen und Haushaltsgröße	26
Abb. 5: Anteil der Ausgaben für Wohnen am verfügbaren Einkommen in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen	28
Abb. 6: Anteil der Bruttokaltmieten am Haushaltseinkommen in den alten Ländern 1991-1998	29
Abb. 7: Angebot von und Nachfrage nach Wohnflächen	30
Abb. 8: Produzenten- und Konsumentenrente im Wohnungsmarkt bei Annahme homogener Güter	32
Abb. 9: Effekte einer Nachfrageerhöhung	33
Abb. 10: Links von der Angebotskurve verlaufende Nachfragekurve	34
Abb. 11: Vollständig rechts von der Angebots- verlaufende Nachfragekurve	35
Abb. 12: Angebot und Nachfrage bei fixierten Mieten	37
Abb. 13: Wohnungssegmente für das Filtering-Modell	43
Abb. 14: Reaktion des Wohnungsmarktes auf eine Nachfrageerhöhung im Qualitätssegment S 4	45
Abb. 15: Das Filtern der Nachfrage	46
Abb. 16: Das neue Gleichgewicht nach Abschluss des Filtering-Prozesses	47
Abb. 17: Das Filtern von Wohnungen	48
Abb. 18: Mieten nach dem Berliner Mietspiegel in Bezug auf Größe und Baujahr	54
Abb. 19: Finanzierung und Vermietung als Zahlungsstrahl	68
Abb. 20: Organisationsformen und Umfang der Informationsprobleme	83
Abb. 21: Kosten der Transaktionsform als Funktion der Spezifität des Aktivas	84
Abb. 22: Eigentumsquote in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen	90

Abb. 23:	Liegenschaftszinsen und langfristige Zinsen in der Bundesrepublik Deutschland	123
Abb. 24:	Liegenschaftszinsen und Inflationsraten in der Bundesrepublik Deutschland	123
Abb. 25:	Liegenschaftszinsen und Aussenwert der DM in der Bundesrepublik Deutschland	124
Abb. 26:	Systematisierung von Realoptionen	133
Abb. 27:	Aufgeld einer Option im Zeitablauf	142
Abb. 28:	Die Erstellung eines Bürogebäudes	146
Abb. 29:	Zustand der Option Grundstück vor und nach Steuerintervention	155
Abb. 30:	Zustand der Option Grundstück vor und nach Steuerintervention (Fortsetzung)	156
Abb. 31:	Baugenehmigungen von Wohnungen in Gebäuden mit ein und zwei sowie mit drei und mehr Wohnungen	162
Abb. 32:	Weiterentwicklung Haus der Immobilienökonomie	189



## Tabellenverzeichnis

	Seite
Tab. 1: Pro-Kopf-Einkommen und Personen pro Haushalt in der EU	26
Tab. 2: Anteil der Ausgaben für Wohnen am verfügbaren Einkommen in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen	27
Tab. 3: Anteil der Bruttokaltmieten am Haushaltseinkommen in den alten Ländern 1991-1998	28
Tab. 4: Auszug aus dem Berliner Mietspiegel	53
Tab. 5: Eigentumsquote in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen	89
Tab. 6: Realzinsen nomineller und immobilärer Investments	120
Tab. 7: Numerisches Beispiel zur Residualberechnung	136
Tab. 8: Baugenehmigungen von Wohnungen in Gebäuden mit ein und zwei sowie mit drei und mehr Wohnungen	161
Tab. 9: Numerische Rechnung für Verpuffung von Steuervorteilen	167
Tab. 10: Gegenüberstellung der theoretischen Ansätze und ihrer Handlungsempfehlungen	175 f.
Tab. 11: Handlungsempfehlungen: Ihre Notwendigkeit für Bauinvestitionen und zur Erreichung eines Pareto-Optimums	176



## 1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Historisch grenzte sich die wohnungswirtschaftliche Forschung sowohl in Deutschland als auch international von der immobilienwirtschaftlichen Forschung ab.<sup>1</sup> Diese Trennung der Bereiche beginnt sich in jüngerer Zeit aufzulösen.<sup>2</sup> Schulte<sup>3</sup> hat den Begriff der Immobilienökonomie geprägt und inhaltlich als interdisziplinären Ansatz implementiert. Die vorliegende Arbeit befasst sich mit den ökonomischen Grundlagen der Wohnungspolitik. In Anlehnung an die vorhandene Literatur<sup>4</sup> werden die Begriffe Wohnungspolitik und Wohnungswirtschaft verwendet.

Die deutsche wohnungswirtschaftliche Forschung führt im internationalen Vergleich ein Schattendasein. Deutsche Autoren sind mit wenigen Ausnahmen<sup>5</sup> im Ausland kaum bekannt und auch deutsche mit Wohnungswirtschaft befasste Zeitschriften<sup>6</sup> finden nur geringe internationale Beachtung. Hierfür gibt es eine Reihe von Gründen.

Zunächst ist festzustellen, dass die Vereinigten Staaten nach dem II. Weltkrieg und sicherlich nicht ohne Zusammenhang mit dessen Ausgang die Hegemonie in der westlichen Welt übernommen haben und damit zugleich meinungsführend in den gesamten Sozialwissenschaften einschließlich der Wirtschaftswissenschaften wurden. Ausschlaggebend hierfür war nicht zuletzt die massive Emigration von Wissenschaftlern aus Europa in die Vereinigten Staaten von Amerika sowie teilweise nach Großbritannien. Der sichtbar stark sich abhebende heutige Einfluss des Vereinigten Königreichs lässt sich darüber hinaus zum einen auf die britische Hegemonie in der Zeit vor dem II. Weltkrieg

---

<sup>1</sup> Ein Zeichen hierfür ist beispielsweise die Themenwahl der Zeitschrift 'Housing Policy'.

<sup>2</sup> Während das deutsche Standardlehrbuch der Wohnungswirtschaft in den ersten Ausgaben unter 'Lehrbuch der Wohnungswirtschaft' firmierte, wird es in der 3. Auflage von 1994 bereits mit 'Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft' bezeichnet. Eine ähnliche Tendenz findet sich in der Praxis: Der Bundesverband freier Wohnungsunternehmen e. V. hat sich bei seiner Jahrestagung 2000 in 'Bundesverband freier Wohnungs- und Immobilienunternehmen' e. V. umbenannt.

<sup>3</sup> Schulte, Immobilienökonomie, S. 37.

<sup>4</sup> Eekhoff, Wohnungspolitik; Kühne-Büning / Heuer, Grundlagen; Jenkis, Wohnungswirtschaft.

<sup>5</sup> z. B.: Eekhoff, Wohnungspolitik; Tomann, Housing Policy, S. 919-930; Stahl, Wohnungsmarktmodelle, S. 9-24; Dorn, Changes, S. 463-475.

<sup>6</sup> z. B. „Grundstücksmarkt und Grundstückswert“ oder „Wohnungswirtschaft und Mietrecht“.

zurückführen und erklärt sich zum anderen aufgrund der mit den Vereinigten Staaten gleichen Sprache.

Die Differenz des Entwicklungsniveaus zwischen der deutschen und der internationalen Wohnungswirtschaft geht jedoch noch weit über jenes Maß hinaus, welches wir in anderen sozial- und insbesondere wirtschaftswissenschaftlichen Disziplinen vorfinden. So ist der gesamte Bereich der immobilienwirtschaftlichen Forschung in Deutschland bislang unterrepräsentiert. Nur an sehr wenigen wissenschaftlichen Hochschulen besteht überhaupt die Möglichkeit, sich im wirtschaftswissenschaftlichen Hauptstudium mit immobilienbezogenen Inhalten zu befassen.<sup>7</sup> Der erste deutsche Lehrstuhl für Immobilienökonomie wurde erst 1994 an der European Business School eingerichtet. Die Gründe für die nur unzureichende Repräsentanz der immobilienwirtschaftlichen Forschung in Deutschland trotz deren hoher volkswirtschaftlichen Bedeutung wurden bereits von Schulte<sup>8</sup> und Oettle<sup>9</sup> ausführlich dargestellt.

Die vorliegende Arbeit hat mit dem Titel „Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik“ einen für eine Dissertation weiten Rahmen gewählt. Während diese Herangehensweise aus der Sicht der internationalen wohnungswirtschaftlichen Forschung auf den ersten Blick als unzulässig erscheinen mag, erfordert dagegen das Stadium, in welchem sich die deutsche wohnungswirtschaftliche Forschung befindet, geradezu diesen umfassenden Zugang. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich zudem, dass sich die breit angelegte Arbeit auch aus den Erfahrungen der internationalen wohnungswirtschaftlichen Forschung aufdrängt.

Wenngleich die Erörterung wissenschaftstheoretischer Fragen als Vorspann einer wissenschaftlichen Arbeit zwar einerseits gefordert wird, andererseits dies aber besonders schwierig ist, weil es unter den bedeutenden Vertretern dieser Disziplin letztlich bezogen auf entscheidende Fragen keinen Konsens gibt – man betrachte beispielsweise die unterschiedlichen Auffassungen von Kuhn<sup>10</sup> und Feyerabend<sup>11</sup> – wird hier unter Rück-

<sup>7</sup> Einen Überblick über die Angebote in Deutschland verschafft Schulte, Immobilienberufe, S. 88.

<sup>8</sup> Schulte/Schäfers, Grundlagen, S. 101.

<sup>9</sup> Oettle, Wohnungswirtschaft, S. 9.

<sup>10</sup> Kuhn, Struktur.

<sup>11</sup> Feyerabend, Methodenzwang.

griff auf Ansätze von Lakatos<sup>12</sup>, der sich selbst in der Tradition von Popper sieht, dargelegt werden, inwieweit die internationale immobilienwirtschaftliche Forschung Wege eingeschlagen hat, die sich nicht immer unbedingt als zielführend erweisen.

Der Diskurs zur wissenschaftlichen Methodologie ist im XX. Jahrhundert wesentlich von Karl Popper<sup>13</sup> geprägt worden. So kommt bei der stetigen Entwicklung von Modellen und der anschließenden Konfrontation derselben mit empirischen Daten im Rahmen statistischer Tests meist implizit der auf Karl Popper<sup>14</sup> zurückzuführende Falsifikationismus zum Tragen. Hypothesen werden dabei als „spekulative und vorläufige Vermutungen aufgefasst, die der Mensch bei dem kühnen Versuch entwirft, Probleme, die vorangegangene Theorien aufgeworfen haben, zu überwinden und um eine adäquate Erklärung des Verhaltens einiger Aspekte der Welt oder des Universums zu erhalten. Spekulative Theorien müssen, wenn sie einmal vorgeschlagen wurden, rigoros und nach strengen Kriterien durch Beobachtung und Experiment überprüft werden.“<sup>15</sup> Damit gelingt Popper auch eine Diskriminierung von wissenschaftlichen und unwissenschaftlichen Theorien. „Eine Theorie ist 'wissenschaftlich', wenn man bereit ist, im voraus ein entscheidendes Experiment (oder eine Beobachtung) anzugeben, das sie falsifizieren würde, und sie ist pseudowissenschaftlich, wann man nicht bereit ist, einen solchen 'möglichen Falsifikator' anzugeben“.<sup>16</sup>

Bereits Popper selbst hat die dogmatische Form des Falsifikationismus weiterentwickelt. Während der dogmatische Falsifikationist eine widerlegte Theorie beseitigt, trennt der methodologische Falsifikationist den Vorgang der Widerlegung von dem der Beseitigung.<sup>17</sup> „Eine Theorie ist 'wissenschaftlich' (oder 'annehmbar'), wenn sie eine 'empirische Basis' hat.“<sup>18</sup> Der raffinierte Falsifikationismus geht noch einen Schritt weiter. Nunmehr wird eine Theorie nur noch dann abgelehnt, wenn eine neue Theorie vorliegt,

<sup>12</sup> Lakatos, Forschungsprogramme.

<sup>13</sup> Popper, Logik.

<sup>14</sup> Popper, Logik, S. 47 ff.

<sup>15</sup> Chalmers, Wissenschaft, S. 43.

<sup>16</sup> Lakatos, Forschungsprogramme, S. 3.

<sup>17</sup> Lakatos, Forschungsprogramme, S. 24.

<sup>18</sup> Lakatos, ebenda.

die gegenüber der alten, abzulehnenden Theorie, einen Informationsüberschuss bereitstellt und ein Teil dieses Informationsüberschusses sich bewährt hat.<sup>19</sup>

Lakatos postuliert die Etablierung eines Forschungsprogramms: „Es hat einen beständigen *harten Kern* [...] und es hat eine *Heuristik*, zu der ein Arsenal von Problemlösungsmethoden gehört. [...] Schließlich gehört zu einem Forschungsprogramm eine ausgedehnte Zone von *Hilfshypothesen*, die die Anfangsbedingungen liefern. [...] Ich spreche von einer *Schutzzone*, weil sie den harten Kern vor Widerlegungen schützt: Anomalien gelten nicht als Widerlegungen für den harten Kern, sondern für eine Hypothese aus der Schutzzone. [...] Der sinnvolle Analysegegenstand an einer reifen Wissenschaft ist also das Forschungsprogramm. [...] Ein Forschungsprogramm ist entweder voranschreitend ('progressiv') oder degenerierend. Es ist *theoretisch voranschreitend*, wenn jede Veränderung zu neuen, unerwarteten Voraussagen führt, und es ist *empirisch voranschreitend*, wenn sich wenigstens einige dieser neuen Voraussagen bewähren. [...] Nie löst ein Forschungsprogramm alle seine Anomalien auf. 'Widerlegungen' gibt es stets in Hülle und Fülle.[...] Die hier zur Rede stehende Methodologie erhält auch einen Begriff des *heuristischen Voranschreitens*: die aufeinanderfolgenden Veränderungen der Schutzzone müssen dem Geist der Heuristik entsprechen. [...] Ein Forschungsprogramm hat ein anderes *übertundet*, wenn es über dieses hinausgehenden Wahrheitsgehalt hat, d.h., wenn es alles voranschreitend voraussagt, was sein Konkurrent richtig voraussagt, und dazu noch mehr.“<sup>20</sup>

Entscheidend ist die Möglichkeit innerhalb einer Theorie, Hypothesen danach unterscheiden zu können, ob sie Teil des harten Kerns oder des Schutzgürtels sind. „Der harte Kern besteht aus einigen sehr allgemeinen, theoretischen Hypothesen, die die Grundlagen bilden, von der aus das Programm entwickelt werden muß“.<sup>21</sup> Was zum harten Kern gehört und was nicht, ist letztlich eine methodologische Entscheidung der Forscher.<sup>22</sup> Lakatos zeigt an Beispielen aus der Physik, wie sich Forschungsprogramme historisch entwickelt haben und wann neue aufgetreten sind.<sup>23</sup>

<sup>19</sup> Lakatos, Forschungsprogramme, S. 35.

<sup>20</sup> Lakatos, Forschungsprogramme, S. 192 f., Hervorhebungen im Original.

<sup>21</sup> Chalmers, Wissenschaft, S. 95.

<sup>22</sup> Chalmers, Wissenschaft, S. 95.

<sup>23</sup> Z. B.: Lakatos, Forschungsprogramme, S. 48, S. 52 ff. und S. 193 ff.

Kuhn hat unabhängig von Lakatos auf der Grundlage einer Analyse der Wissenschaftsgeschichte den Begriff des „wissenschaftlichen Paradigmas“ sowie der „wissenschaftlichen Revolution“ geprägt. Die Schriften von Kuhn bestechen durch ihre Anschaulichkeit und sind in der Lage, zu verdeutlichen, wie es historisch zu wissenschaftlichen Fortschritten gekommen ist. Zugleich stellt sich aber die Frage, bis zu welchem Grad die Theorie von Kuhn nicht bereits des Relativismus bezichtigt werden muss.<sup>24</sup> Wenn auch der Ansatz von Lakatos ebenso wenig wie der von Kuhn in der Lage ist, Regeln zu formulieren, die sicher zu wissenschaftlichem Fortschritt führen – beide Autoren sind letztlich der Auffassung, dass die Bildung einer neuen wissenschaftlichen Konzeption, einmal Forschungsprogramm und einmal wissenschaftliches Paradigma genannt, eine zunächst kreative, nicht planbare Leistung ist –, so ist doch der zweifelsohne rationalere Ansatz von Lakatos eher in der Lage, unterschiedliche Forschungsprogramme zu diskriminieren, weswegen dieser auch als Messlatte für das weitere Vorgehen herangezogen wird.

Rein empirische Arbeiten können und sollen in der Terminologie von Lakatos nur dazu dienen, Hypothesen aus dem Bereich außerhalb des harten Kerns eines Forschungsprogramms zu falsifizieren. Der theoretisch kohärente harte Kern eines Forschungsprogramms muss gegen jegliche Falsifikation immunisiert werden und schafft in seiner theoriebildenden Eigenschaft erst die Voraussetzung, Begriffe zu spezifizieren, die Beobachtungen und damit eine empirische Untersuchung ermöglichen.

Zwar ist der Ansatz von Lakatos innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zumindest gegenwärtig die bedeutsamste methodologische Herangehensweise, wie auch Backhouse<sup>25</sup> unter Rückgriff auf De Marchi und Blaug aufzeigt, doch stellt sich die Frage, ob in der Praxis der immobilienwirtschaftlichen Forschung nicht die bewusste Erarbeitung eines harten Kerns des Forschungsprogramms vernachlässigt worden ist und vielmehr eine Fülle von rein empirischen Arbeiten anzutreffen ist, die methodologisch eher dem Falsifikationismus – wenn auch in seiner raffinierten Form – zuzuordnen sind.

<sup>24</sup> Chalmers, Wissenschaft, S. 127.

<sup>25</sup> Backhouse, Methodology, S. 80.

Die – wie Eingangs erwähnt – dominante US-amerikanische Forschung hat sich weitgehend der empirisch geprägten Forschung verschrieben. Um in einer der führenden internationalen Zeitschriften<sup>26</sup> veröffentlicht zu werden, muss der zur Disposition stehende Aufsatz i. d. R. neben der Einleitung mit einem Überblick zur Literatur des zu behandelnden Themas eine Modellbildung aufweisen, die dann in einem weiteren Teil empirisch getestet wird. Da die Veröffentlichung einer Vielzahl von Aufsätzen in einschlägigen Zeitschriften Voraussetzung für einen wissenschaftlichen Werdegang der handelnden Personen ist, hat die vorgegebene Struktur der Abhandlungen starken Einfluss auf die wissenschaftliche Entwicklung überhaupt. Dabei gibt es zumindest drei gute, vielleicht auch pragmatische Gründe, aus denen heraus dieses Vorgehen zu kritisieren wäre:

1. Es gehört zu den Gemeinplätzen ökonomischer Argumentation, dass Arbeitsteilung eine Voraussetzung für hohe Produktivität ist. Bereits Adam Smith zeigte 1776 am Beispiel der Fertigung von Stecknadeln die Vorteile der Arbeitsteilung minutiös auf und David Ricardo übertrug 1817 das Konzept auf den internationalen Bereich. Es ist nicht ersichtlich, weshalb Arbeitsteilung nicht auch den wissenschaftlichen Fortschritt fördern könnte. Vielmehr ist davon auszugehen, dass einige Forscher über komparative Vorteile eher bei der Formulierung von Hypothesen, andere bei der Entwicklung von Modellen und wieder andere beim Testen der Modelle mit empirisch ermittelten Daten verfügen und diese bei einer Spezialisierung noch weiter ausbauen können.
2. Die Aufteilung der Tätigkeiten Hypothesenaufstellung, Modellbildung und Testen der Modelle ist nicht nur unter dem Gesichtspunkt der Arbeitsteilung und den damit verbundenen Produktivitätssteigerungen zu fordern, sondern unabhängig hiervon auch aus Gründen der Kontrolle und der Hygiene des wissenschaftlichen Diskurses. Schließlich gibt zumindest in mündlichen Gesprächen jeder dem Verfasser bekannte Forscher zu, dass davon ausgegangen wird, dass vor der Modellbildung und teilweise sogar vor der Hypothesenbildung fast immer auf die jeweilig vorhandenen empirischen Daten geschielt wird, um zu publizierbaren Ergebnissen zu gelangen. Das verstärkt die Gefahr, Theorien und Modelle zu entwickeln, die zwar statistisch belegbar, sich aber außerhalb eines Forschungsprogramms bewegen und zuweilen auch theoretisch inkohärent sind.

<sup>26</sup> z. B. JI. of Finance, Real Estate Economics.



3. Da jeder Forscher sein selbst formuliertes und getestetes Modell für die persönliche Fortentwicklung benötigt, werden einerseits nicht selten zu den trivialsten Fragestellungen Modelle gebildet und getestet, während andererseits zu wenig an einem allgemeinen theoretischen Gerüst oder, um es mit den Worten von Schulte/Schäfers<sup>27</sup> zu formulieren, an einem 'Haus der Immobilienökonomie' gearbeitet wird.

Mit dem dritten Aspekt wird eine Brücke zu den methodologischen Überlegungen geschlagen: Die Notwendigkeit stets empirisch abgesicherte Modelle zu produzieren, versperrt den Blick für die Entwicklung eines harten Kerns des Forschungsprogramms. Die Vernachlässigung des harten Kerns führt zu einem Theoriedefizit, welches schließlich in wenig prägnanter Begriffsbildung und damit in Beobachtungsunfähigkeit mündet. Mangelhafte Begriffe, d. h. solche einer nicht kohärenten Theorie, führen zu falschen Fragen und vermögen nicht Zusammenhänge zu erfassen.

Das 'Haus der Immobilienökonomie' von Schulte<sup>28</sup> ist die Visualisierung dieses wissenschaftlichen Forschungsprogramms und bringt damit einerseits zum Ausdruck, mit welchen Fragestellungen sich die Forschung beschäftigen sollte, welche Theorien bzw. Theorieansätze hierzu bereits vorhanden sind und andererseits in welchen Bereichen weitere Forschung sinnvoll bzw. notwendig wäre.

An dieser Stelle zeigt sich die Schwäche der internationalen immobilien- und wohnungswirtschaftlichen Forschung. Es fehlen Arbeiten, die versuchen, einen harten Kern theoretisch konsistenter Hypothesen zu bilden und gerade das versucht dieser Beitrag in Ansätzen zu leisten. Insofern legitimiert sich der weite Rahmen dieser Arbeit nicht nur vor dem Hintergrund der Situation der deutschen wohnungswirtschaftlichen, sondern auch und insbesondere vor dem der internationalen Forschung.

Diese Arbeit wird unter anderem verdeutlichen, inwieweit es bei Betrachtung einer Vielzahl wissenschaftlicher Aufsätze zu immobilien- und speziell zu wohnungswirtschaftlichen Fragen auffällig selten einen kohärenten theoretischen Kern gibt, noch

<sup>27</sup> Schulte/Schäfers, Grundlagen, S. 110.

<sup>28</sup> Schulte, Immobilienökonomie, S. 39, siehe auch Vorläufer bei Schulte/Schäfers, Grundlagen, S. 110 und Schulte/Schäfers, Immobilienökonomie, S. 30.

dieser überhaupt angestrebt wird. Vielmehr werden häufig neue Tests unternommen, um einzelne, teilweise widersprüchliche Aussagen zu be- oder widerlegen, die eigentlich Teil des harten Kerns sein müssten und nicht permanent zur Disposition stehen dürften.

Die wissenschaftliche Problemstellung dieser Arbeit liegt in der Entwicklung der ökonomischen Grundlagen der Wohnungspolitik in der Form, als vier Marktkonzepte als harter Kern eines wohnungswirtschaftlichen Forschungsprogramms postuliert werden. Während bislang in der wohnungswirtschaftlichen Forschung die güterwirtschaftliche Betrachtungsweise dominiert, zeigt diese Arbeit auf, dass hierneben drei weitere Theorieansätze zur Erklärung wohnungswirtschaftlicher Phänomene als auch zur Formulierung wohnungspolitischer Instrumente notwendig sind.

Im Rahmen einer finanzierungstheoretischen Betrachtungsweise wird eine weitere Finanzierungsebene identifiziert. Traditionell bedeutet Immobilienfinanzierung die Überreichung finanzieller Eigen- oder Fremdmittel für den Bau oder Erwerb einer zu nutzen- oder zu vermietenden Fläche. Dem vorgelagert wird eine Finanzierungsebene erkannt, bei der die Nutzung selbst finanziert wird, indem die Fläche als Naturalia dem Nutzer übergeben wird. Auch bei dieser Finanzierung können Eigen- und Fremdfinanzierungsformen unterschieden werden.

Der vermögensmarktpolitische Ansatz begreift Immobilien als Asset, welches aus der Eigenschaft, Inflationsänderungsrisiken hedgen zu können, primär seine Bewertung erfährt. Damit können Immobilienpreise jedoch nicht mehr die ihr im güterwirtschaftlichen Marktmodell zugewiesene Signalfunktion übernehmen.

Schließlich definiert der optionstheoretische Ansatz Grundstücke als Optionen, insoweit sie ein Baurecht, jedoch keine Baupflicht beinhalten. Die Frage, wann ein Grundstück bebaut wird, kann somit in die Fragen, wann das Aufgeld null ist, bzw. wann ein positives Aufgeld vernichtet wird, übersetzt werden. Nachdem Grundstücke für den Mietwohnungsbau i. d. R. über positive Aufgelder verfügen, wird der Frage, wann Investoren bereit sind, Aufgelder zu opfern, besondere Aufmerksamkeit gewidmet. In diesem Marktmechanismus findet sich dann auch die fundamentale Legitimation staatlicher Interventionen im Wohnungsmarkt.

Wenngleich die unterschiedlichen Marktkonzepte teilweise mit empirischen Zahlen abgesichert werden, besteht die Problemstellung der Arbeit in der Postulierung der vier Betrachtungsweisen als harten Kern eines wohnungswirtschaftlichen Forschungsprogramms im Lakatos'schen Sinn.

Die kritisierte mangelnde Arbeitsteilung in der sozialwissenschaftlichen Forschung ist genau genommen ein wissenschaftstheoretischer Treppwitz: Während die Arbeitsteilung beispielsweise in der häufig als „Königin der Wissenschaften“ bezeichneten Physik eine Selbstverständlichkeit ist, wenden die Ökonomen das von ihnen selbst entwickelte Konzept der Arbeitsteilung auf ihre eigenen Forschungsvorhaben kaum an und befinden sich damit letztlich in bester geisteswissenschaftlicher, ja theologischer Gesellschaft: „Aber alle Zusammenarbeit hat eben in den Geisteswissenschaften eine sehr eindeutige Grenze: In den Naturwissenschaften kann man von einem Fach zum anderen, von einem Forscher zum anderen exakt bewiesene Resultate übernehmen, in etwa verstehen und jedenfalls verwerten, ohne die Methode, ihre Gewinnung und die Sicherheit ihrer Ergebnisse selbst beurteilen zu müssen. Aber bei der Geisteswissenschaft hängen das wirkliche Verständnis der Aussage und die Würdigung ihrer Gültigkeit von der persönlich mitvollzogenen Findung dieser Aussage ab.“<sup>29</sup> Der Verfasser ist sich nicht sicher, ob sich die Vertreter der internationalen immobilienwirtschaftlichen Forschung wissenschaftstheoretisch in der guten Gesellschaft von Karl Rahner befinden möchten.

## 1.2 Gang der Untersuchung

„Der Wohnungsmarkt ist ein Markt wie alle anderen – und auch wieder nicht.“ Mit diesem Satz beginnt das im Jahre 1992 von der Bundesregierung in Auftrag gegebene Gutachten<sup>30</sup> der unabhängigen Kommission, die nach ihrem Vorsitzenden Prof. Dr. Hans-Werner Sinn, auch als Sinn-Kommission bekannt wurde. Der zitierte Satz entfaltet dabei eine dreifache Bedeutung.

<sup>29</sup> Rahner, Grundkurs, S. 19.

<sup>30</sup> Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik.

Auf einer ersten Ebene werden der Wohnungs- und der Immobilienmarkt in der Literatur als ein besonderer Markt begriffen. Die Besonderheiten ergeben sich dabei u. a. aus

- der Heterogenität von Immobilien,
- der Langlebigkeit von Immobilien,
- der bedingten Teilbarkeit von Immobilien und nutzbaren Flächen,
- der hohen Intransparenz von Immobilienmärkten und
- den hohen Transaktionskosten im Immobilienmarkt etc.

Diese Besonderheiten des Immobilienmarktes<sup>31</sup> führen zu einer Marktunvollkommenheit, die – je nach Standpunkt – staatliche Interventionen verlangen oder Überrenditen zulassen.

Auf einer zweiten Ebene erhält der zitierte Satz insofern eine weitere Interpretation, als Wohnflächen eine besonders hohe persönliche Bedeutung für die Nutzer haben. In der Literatur wird – selbstverständlich primär von jenen, welche die Nutzer ohne Eigentumsrechte vertreten,<sup>32</sup> – der meritorische Charakter des Gutes Wohnen hervorgehoben.<sup>33</sup> Die politisch zu definierende Mindestausstattung mit Wohnraum impliziert gerade in Verbindung mit den zuvor genannten Besonderheiten des Immobilienmarktes (Intransparenz, hohe Transaktionskosten etc.) die Notwendigkeit staatlicher Interventionen.

Diese Arbeit will herausstellen, dass der zitierte Satz „Der Wohnungsmarkt ist ein Markt wie alle anderen – und auch wieder nicht“ vor allem auf einer dritten Ebene Geltung erlangt, die in der Literatur bislang – wenn überhaupt – nur ansatzweise Beachtung gefunden hat. So kann, und dies bestimmt auch die Gliederung dieser Arbeit, nicht von einem einheitlichen Marktbegriff ausgegangen werden. Der Begriff Markt ist theorieabhängig. Er wird in der mikroökonomischen oder finanzwirtschaftlichen Literatur jeweils

<sup>31</sup> Siehe: Kühne-Bünning, Besonderheiten, S. 6-17; Nachtkamp, Subventionen, S. 56; Eekhoff, Wohnungsmarkt, S. 2-6; auch bei gewerblichen Immobilien lt. Bone-Winkel, Management, S. 27-32.

<sup>32</sup> z. B. Rips, Wohnungspolitik, S. 283-296; Jenkins, Wohnungspolitik, S. 515-525; Jenke, Wohnungsmarkt, S. 9-46.

<sup>33</sup> z. B.: Kühne-Bünning/Heuer (Hrsg.), Grundlagen, S. 1 mit Rückgriff auf Heidegger; Baulig, Aspekte, S. 1; Steinert, Subvention, S. 15 f.

unterschiedlich interpretiert bzw. definiert. Der Markt ist keine reale Gegebenheit, sondern ein Begriff und Begriffe existieren nur theoriebezogen. Versteht man den Wohnungsmarkt in diesem Sinne als Markt, so sind unterschiedliche, sich nur teilweise überlagernde, im Wesentlichen aber sich widersprechende Theorieansätze erkennbar, die jeweils einen Teil dessen zu erklären versuchen, was wir als empirische Phänomene meinen beobachten zu können.

Der Wohnungsmarkt ist auf einer dritten Bedeutungsebene insofern ein besonderer Markt, als völlig unterschiedliche Marktkonzepte zum Verständnis der Marktphänomene nötig sind. Da dieses jedoch auch in anderen Märkten sinnvoll sein kann, ist der Wohnungsmarkt wiederum ein Markt wie jeder andere auch. Allerdings wird sich herausstellen, dass – nicht zuletzt bedingt durch die lange Nutzungsdauer der Anlagegüter im Wohnungsmarkt, aber auch durch den Umstand der Fixkostenstruktur der Anbieter sowie der Besonderheiten bei der Transaktion von Flächennutzungsmöglichkeiten – die Bedeutung unterschiedlicher Marktkonzepte noch stärker als in anderen Märkten gegeben ist. Insofern könnte sich aus dieser Konstellation die ungewöhnliche Situation einstellen, dass aus der immobilienwirtschaftlichen Forschung Ansätze entstehen, die den wissenschaftlichen Diskurs anderer wirtschaftswissenschaftlicher Disziplinen sowie die allgemeine Wirtschaftstheorie beeinflussen.

In dieser Arbeit – und hieraus folgt auch die Gliederung – werden vier Marktkonzepte als zum Verständnis von Wohnungsmärkten unabdingbar identifiziert:

1. das güterwirtschaftliche Marktkonzept,
2. das finanzierungstheoretische Marktkonzept,
3. das vermögensmarktwirtschaftliche Marktkonzept,
4. das optionstheoretische Marktkonzept.

Im güterwirtschaftlichen Marktkonzept, welches unter Punkt 2 Behandlung erfährt, wird der Wohnungsmarkt wie ein gewöhnlicher Gütermarkt betrachtet. Das gehandelte Gut ist die Nutzungsmöglichkeit der Wohnfläche. Das mit der marginalistischen Revolution entwickelte güterwirtschaftliche Marktmodell, das mit den Namen Jevons, Walras und Marshall verbunden ist, argumentiert mit den Begriffen von Angebot und Nachfrage und

den sich hieraus ergebenden Angebots- und Nachfragefunktionen bis zum totalen Marktmodell. Das analytische Instrumentarium entspricht folgerichtig jenem aus der Mikroökonomik.

Das unter Punkt 3 der Arbeit dargestellte finanzierungstheoretische Marktkonzept begreift den Wohnungsmarkt als einen Kreditmarkt, bei dem der Vermieter dem Kreditgeber, der Mieter dem Kreditnehmer, die Mietsache dem Kreditgegenstand und die Miete der Bedienung des Kredites entsprechen. Das finanzierungstheoretische Marktkonzept rekurriert auf unterschiedliche Theorieansätze der betrieblichen Finanzwirtschaft. Hervorzuheben sind die Ansätze von Stiglitz/Weiss<sup>34</sup> zur Kreditrationierung, Theorieansätze zur optimalen Finanzierungsstruktur von Unternehmen u. a. von Modigliani/Miller<sup>35</sup> und Williamson<sup>36</sup> oder das Konzept der adversen Selektion von Akerlof.<sup>37</sup>

Das unter Punkt 4 der Arbeit erörterte vermögensmarktwirtschaftliche Marktkonzept sieht Immobilien als Vermögensgüter, die für den Anleger im Wettbewerb mit anderen stehen, beispielsweise auf nominelle Werte bezogene Vermögenswerte. Bei der Bewertung der im Wettbewerb befindlichen Assets kommt die von der Berliner Schule auch als Monetär-Keynesianismus bekannte und mit der Person von Riese eng verbundene Theorie zum Tragen, nach der bestimmte Aktiva non-pekuniäre Erträge erwirtschaften, die primär für Immobilien bewertungsrelevant werden.<sup>38</sup>

Schließlich begreift das unter Punkt 5 der Arbeit behandelte optionstheoretische Konzept Grundstücke als Realoptionen, insofern der Grundstückseigentümer jeweils das Recht, nicht aber die Pflicht zur Bebauung hat. Die Verwendung des Optionskonzepts ist in der immobilienwirtschaftlichen Forschung relativ neu und führt zu einer Reihe von Ergebnissen, die es sehr erleichtern, bestimmte Phänomene zu erklären. Zugleich weist insbesondere dieser Ansatz den güterwirtschaftlichen in seine Grenzen zurück.

<sup>34</sup> Stiglitz/Weiss, Credit Rationing, S. 393-410.

<sup>35</sup> Modigliani/Miller, Cost of Capital, S. 261-297.

<sup>36</sup> Williamson, Corporate Finance, S. 567-591.

<sup>37</sup> Akerlof, Markets for Lemmons, S. 488-500.

<sup>38</sup> Riese, Inflation, S. 52 f.

Ausgehend vom jeweiligen Marktkonzept werden am Ende eines jeden Teils wohnungspolitische Handlungsempfehlungen formuliert. Unter Punkt 6 werden sodann jene Handlungsempfehlungen herauskristallisiert, die zugleich alle Bedingungen, welche sich aus den vier Marktkonzepten ergeben, erfüllen. Dabei wurde herausgefunden, dass sich gerade aus dem optionstheoretischen Ansatz eine Fülle von staatlichen Interventionen begründen lassen.

Wird der Wohnungsmarkt als eine Institution begriffen, die für die Versorgung der Nachfrager mit Wohnraum verantwortlich ist, so können die unterschiedlichen Marktkonzepte teilweise auch als theoretische Begründung eines „Marktversagens“ interpretiert werden. De facto versagt der Markt nicht, es werden lediglich falsche Erwartungen an die Mechanismen des Marktes gestellt, was im Wesentlichen aus der güterwirtschaftlich geprägten Sichtweise begründet ist.

Wenn in dieser Arbeit wohnungspolitische Handlungsempfehlungen gegeben werden, so unter der Annahme, dass sich staatliches und öffentliches Handeln nach der Public-Interest-Theorie verhalten. Dieses ist allerdings nicht nur eine Vereinfachung, sondern auch eine völlige Verfälschung der Realität. Bison<sup>39</sup> hat in ihrer Dissertation ausgiebig unter Rückgriff u. a. auf die Public-Choice-Theorie dargelegt, wie öffentliches Handeln bezogen auf Wohnungspolitik anders und treffender umschrieben werden kann.<sup>40</sup> In der zuvor gewählten Terminologie beschreibt Bisons Arbeit das „Staatsversagen“, ein Begriff, der ebenso mehr über falsche Erwartungen an staatliches Handeln als über die Funktionsweisen öffentlichen Handelns verrät.

Eine Integration von Marktkonzepten mit jenen des staatlichen Verhaltens kann und wird diese Arbeit nicht leisten. Dies verbietet sich wohl auch, insoweit der Staat als handelnde Entität und damit auch als Marktregulierer im neoinstitutionalistischen Sinn nicht zugleich als Objekt und Subjekt begriffen werden kann.

Da die explizite Unterscheidung der vier Marktkonzepte in der wohnungswirtschaft-

<sup>39</sup> Bison, Regulierung.

<sup>40</sup> Grundlegend hierfür: Stigler, Economic Regulation, S. 114-141; Stigler, Process, S. 145-166; Stigler/Friedland, Regulators, S. 1-16.

lichen Diskussion neu ist, wird die verwendete Literatur den einzelnen Marktkonzepten zugeordnet. Da die meisten Verfasser nicht der Bedeutung der unterschiedlichen Marktkonzepte Rechnung tragen, gibt es eine Vielzahl von Veröffentlichungen, die inhaltlich einem Marktkonzept zuzuordnen ist, obgleich der jeweilige theoretische Ansatz keine Anwendung findet. Nicht zuletzt aus diesem Grund wird jedem der vier Hauptteile (Punkt 2 bis 5 der Arbeit) eine separate Übersicht zur Literatur vorangestellt und am Ende der Hauptteile findet sich jeweils eine Zusammenfassung der Diskussion zu dem jeweiligen Marktkonzept. Punkt 7 fasst am Ende der Arbeit die gesamte Argumentation zusammen.



## **2 Güterwirtschaftliche Theorieansätze**

Die güterwirtschaftliche Konzeption als solche zu identifizieren verlangt genaugenommen bereits zumindest nach der vermögensmarktwirtschaftlichen. So bezieht sich beispielsweise Nachfrage – hierbei handelt es sich um eine güterwirtschaftliche Kategorie – nicht auf die Wohnung an sich, sondern auf die Nutzungsmöglichkeit der Wohnung. Die Wohnung selbst ist vielmehr das Investitionsgut, jenes Aktivem, welches es vermag, Nutzungsmöglichkeiten zu erbringen.

Die güterwirtschaftliche Theoriebasis ist die bekannteste und verbreitetste Konzeption in der Wohnungswirtschaft. Die meisten Modelle ebenso wie wohnungspolitische Instrumente basieren auf dieser Sichtweise. So ist insbesondere das Filtering-Modell güterwirtschaftlicher Natur.

Einleitend wird ein Überblick zur güterwirtschaftlich orientierten Literatur vermittelt. Da ein präzises Verstehen der Kategorien Angebot und Nachfrage eminent wichtig ist, werden diese Begriffe bezogen auf den wohnungswirtschaftlichen Sachverhalt definiert, um dann eine Analyse bei der Annahme homogener Güter und eine solche bei Annahme heterogener Güter in Form des Filtering-Modells vorzunehmen; hierbei werden auch Probleme und Grenzen des Filtering-Modells aufgezeigt. Abschließend erfolgt schließlich die Zusammenfassung.

### **2.1 Überblick zur güterwirtschaftlichen Literatur**

Einen Überblick über die Literatur zur güterwirtschaftlichen Theorie zu gewinnen ist nicht leicht, insoweit die meisten wohnungswirtschaftlichen Veröffentlichungen den güterwirtschaftlichen Ansatz zumindest implizieren; ein umfassender Überblick würde somit jeden Rahmen sprengen. Der Überblick kann nur exemplarischer Natur sein.

Im deutschen Sprachraum sind die Lehrbücher, welche einerseits von Lidwina Kühne-Büning sowie Jürgen H. B. Heuer<sup>41</sup> und andererseits von Helmut W. Jenkis<sup>42</sup> herausgegeben worden sind, einschlägig. Daneben sind die Schriften von Johann Eekhoff<sup>43</sup> zu nennen. Grundlagencharakter hat auch das von der Expertenkommission Wohnungspolitik<sup>44</sup> erstellte Gutachten. International sind die Lehrbücher von Paul Balchin<sup>45</sup> sowie Balchin<sup>46</sup> und Balchin/Rhoden<sup>47</sup> führend. In all diesen genannten Veröffentlichungen gehen die Autoren davon aus, dass im Wohnungsmarkt, wenn auch mit einer gewissen Zeitverzögerung etc. eine Nachfrage zu einem Angebot führt, sobald die gezahlten Mieten auskömmlich sind. Die bedeutendste quantitative Arbeit zur Wohnungspolitik in Deutschland ist die Dissertation von Kück<sup>48</sup>.

Es ist auffällig, dass eigentlich in allen Standardwerken zunächst dargelegt wird, dass der Immobilienmarkt wegen der geringen Transparenz ein besonderes Verhalten aufweise. Dabei haben eine Fülle von Studien belegen können, dass die Transparenz in Immobilienmärkten recht hoch ist. So konnte Watkins<sup>49</sup> zeigen, dass in Glasgow Ortsansässige für Immobilien praktisch den gleichen Preise wie neu Hinzugezogene bezahlen, was ein Indiz für einen recht effizienten und damit transparenten Markt ist. Auch Meese / Wallace<sup>50</sup> kommen aufgrund empirischer Untersuchungen zum Ergebnis, dass Wohnungsmärkte zumindest mittel- und langfristig recht effizient sind. Evans<sup>51</sup> kommt zu dem Ergebnis, der Immobilienmarkt sei nicht effizient und begründet das jedoch damit, dass Bewertungen nur mit einer mittleren Abweichung von 10 % den Preis vorhersagen können – ein Wert, der im Vergleich zu Unternehmensbewertungen eigentlich gar nicht schlecht ist und möglicherweise doch eher für die Transparenz des Marktes spricht. Gatzlaff und Tirtiroglu<sup>52</sup> geben einen umfassenden Überblick der Literatur zu Fragen der Effizienz von Immobilienmärkten. Danach bleibt die Frage nach der Effizienz von

<sup>41</sup> Kühne-Büning/Heuer (Hrsg.), Grundlagen.

<sup>42</sup> Jenkis (Hrsg.), Wohnungswirtschaft.

<sup>43</sup> Eekhoff, Wohnungsmarkt, sowie Eekhoff, Wohnungspolitik.

<sup>44</sup> Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik.

<sup>45</sup> Balchin (Hrsg.), Housing Policy.

<sup>46</sup> Balchin (Hrsg.), Housing Policy in Europe.

<sup>47</sup> Balchin/Rhoden, Housing.

<sup>48</sup> Kück, Bestimmungsfaktoren.

<sup>49</sup> Watkins, Property Market, S. 57-70.

<sup>50</sup> Meese / Wallace, Testing, S. 245-266.

<sup>51</sup> Evans, Efficient, S. 5-29.

<sup>52</sup> Gatzlaff/Tirtiroglu, Efficiency, S. 157-189.

Immobilienmärkten unbeantwortet. Zwar bestätigen Untersuchungen, dass gewerbliche Immobilienmärkte effizienter als Wohnungsmärkte seien<sup>53</sup>, doch gilt auch hier: „Compared to the securities market, our current understanding of the efficiency of the real estate market is rudimentary“<sup>54</sup>.

Die güterwirtschaftliche Theorie innerhalb der wohnungswirtschaftlichen Literatur wird geprägt von Ausführungen zum Filtering-Modell. Das Filtering-Modell unterteilt den Wohnungsmarkt in homogene Segmente, die auch aufgrund des Umstandes, dass Nachfrager Wohnungen substituieren, miteinander in Relation stehen.<sup>55</sup> Das Filtering-Konzept wurde erstmals von Ratcliff<sup>56</sup> 1949 entwickelt. Eine gute Zusammenfassung und zugleich grundlegende Darstellung zum Filtering-Konzept findet sich bei Lowry<sup>57</sup>. Sweeney<sup>58</sup> konstruiert ein formales Filtering-Modell zur Erklärung der Entstehung von Angebot. Dieses diskrete Modell wird von Braid<sup>59</sup> und Braid<sup>60</sup> zu einem stetigen Modell weiterentwickelt. Arnott, Davidson und Pines<sup>61</sup> ergänzen das Modell um die Möglichkeit der Modernisierungen und anderer Investitionen in den Bestand. O'Flaherty<sup>62</sup> erklärt anhand des Filtering-Modells die Existenz und die Zunahme von Obdachlosigkeit.

Eine weitere Gruppe von Veröffentlichungen behandelt die Nachfrage nach Wohnraum, ihre Determinanten sowie ihre Elastizität. Eine der frühesten Veröffentlichungen, die der Nachfrage, ihrer Messung sowie der notwendigen Begriffsbestimmungen nachgegangen ist, ist jene von Muth<sup>63</sup> und in Deutschland jene von Lüde<sup>64</sup>. Einigkeit besteht heute in der Feststellung, dass die Wohnungsnachfrage insgesamt und auch im einzelnen Markt empirisch nachprüfbar recht preiselastisch ist. Tse und Raftery<sup>65</sup> belegen dies

<sup>53</sup> Dieses Ergebnis kann aber auch daran liegen, dass in Großbritannien gewerbliche Objekte meist gemietet und wohnungswirtschaftlich genutzte Objekte i. d. R. gekauft werden, was zu weiteren Problemen bei der Messbarkeit führt.

<sup>54</sup> Gatzlaff / Tirtiroglu, Efficiency, S. 181.

<sup>55</sup> Eine Darstellung des Filtering-Modells erfolgt unter Punkt 2.4.2.

<sup>56</sup> Ratcliff, Economics, S. 302-345.

<sup>57</sup> Lowry, Filtering, S. 362-370.

<sup>58</sup> Sweeney, Hierarchies, S. 147-167.

<sup>59</sup> Braid, Housing Market, S. 286-310.

<sup>60</sup> Braid, Policies, S. 272-296.

<sup>61</sup> Arnott/Davidson/Pines, Housing Quality, S. 467-494.

<sup>62</sup> O'Flaherty, Homelessness, S. 13-49.

<sup>63</sup> Muth, Demand.

<sup>64</sup> Lüde, Nachfrage.

<sup>65</sup> Tse/Raftery, Elasticity, S. 123-138.

beispielsweise für den Markt in Hong Kong und Jones und MacLennan<sup>66</sup> für den Markt in Aberdeen. Ebenso am Beispiel von Aberdeen zeigen Lloyd und Newlands<sup>67</sup> die Zusammenhänge mit dem verfügbaren Einkommen auf, eine Relation, die auch von Adair, Berry und McGreal<sup>68</sup> für Nordirland nachgewiesen wird. Whitehead<sup>69</sup> definiert die in den achtziger Jahren auftretenden Begriffe Wohnbedarf und Bezahlbarkeit.

Tradition hat auch die Befassung mit Fragen der Mietpreisbindung. Einschlägige Veröffentlichungen hierzu sind jene von Block und Olsen<sup>70</sup>, Olsen<sup>71</sup>, Arnott<sup>72</sup>, Arnott<sup>73</sup> und Gyourko und Linneman<sup>74</sup>; in Deutschland: Hubert<sup>75</sup>. Da Fragen der Mietpreisbindung in dieser Arbeit als Intervention in die Finanzierung auf der ersten Ebene<sup>76</sup> aufgefasst werden, findet diese auch unter den Theorieansätzen der betrieblichen Finanzwirtschaft Behandlung. Die herrschende Literatur zu Mietpreisbindungen ist jedoch güterwirtschaftlich orientiert.

## 2.2 Angebot von und Nachfrage nach Flächen

Die Nutzungsmöglichkeit einer Immobilie ist ein Gut, welches sich als Stromgröße erfassen lässt, die von einer Immobilie über einen langen Zeitraum hinweg abgegeben und von Nutzern nachgefragt wird. Auch wenn Nutzer Immobilien juristisch häufig mieten, ist das Verhältnis ökonomisch doch als Kauf von zeitlich begrenzten Verfügungsrechten anzusehen.<sup>77</sup> Nutzungsmöglichkeiten bzw. Flächennutzungsmöglichkeiten sind somit Güter, die mit dem Zeitablauf untergehen. Sie gehen auch dann unter, wenn sie nicht verkauft werden: Die Nutzungsmöglichkeit einer Fläche ist nicht lagerbar.

<sup>66</sup> Jones/MacLennan, Housing Market, S. 113-126.

<sup>67</sup> Lloyd/Newlands, Interaction, S. 31-40.

<sup>68</sup> Adair/McGreal, Housing Market, S. 121-134.

<sup>69</sup> Whitehead, Affordability, S. 871-887.

<sup>70</sup> Block/Olsen, Rent Control.

<sup>71</sup> Olsen, Maintenance, S. 295-308.

<sup>72</sup> Arnott, Rent Control.

<sup>73</sup> Arnott, International Rent Control, S. 203-216.

<sup>74</sup> Gyourko/Linneman, Rent Control, S. 54-74.

<sup>75</sup> Hubert, Regulation.

<sup>76</sup> Dieser Begriff wird unter Punkt 3.2.2 definiert.

<sup>77</sup> Die Darlegungen zu Angebot und Nachfrage nach Flächen basiert auf Bone-Winkel/Sotelo, Büroflächen, S. 200 f.

Zur ökonomischen Analyse des Marktes für Nutzungsmöglichkeiten von Immobilien sind die güterwirtschaftlichen Kategorien von Angebot und Nachfrage geeignet. Nicht die Wohnung an sich, sondern ihre Nutzungsmöglichkeit wird nachgefragt. Der Preis für die Nutzung der Fläche bestimmt sich in Geldeinheiten je Flächeneinheit und Zeiteinheit. Allgemein von einer Wohnungsnachfrage zu sprechen bleibt undeutlich. Spätestens mit dem optionstheoretischen Ansatz wird sich zeigen, dass die Nachfrage nach dem Investitionsgut Wohnung grundsätzlich unabhängig von der nach ihrer Nutzungsmöglichkeit ist. Doch selbst wenn es einen Zusammenhang zwischen der Nachfrage nach der Nutzungsmöglichkeit einer Wohnung und der Nachfrage nach dem Vermögenswert Wohnung gäbe, sind die unterschiedlichen Konzepte zu differenzieren.

Das Angebot an Immobiliennutzungsmöglichkeiten beinhaltet den gesamten Bestand vorhandener Flächen, die diese Nutzungsmöglichkeit abgeben. Das Angebot umfasst die gesamten, tatsächlich vorhandenen Flächen, somit die Summe genutzter und nicht genutzter (leerstehender) Flächen. Diese Summe der Flächen lässt sich auch als Summe der vermieteten und unvermieteten Flächen darstellen, doch ist diese Interpretation letztlich nicht weiterführend, wie sich im Folgenden zeigen wird.

Die hier vorgenommene Definition von Angebot entspricht nicht der üblichen und mag paradox erscheinen. So könnte eingewendet werden, dass nicht der gesamte (vermietete und unvermietete) Flächenbestand Angebot ist, sondern nur die leerstehende, unvermietete Fläche. Hinter dieser Vorstellung verbirgt sich jedoch eine Verwechslung von Strom- und Bestandsgrößen sowie von Angebot und Nachfrage. Das gehandelte Gut ist die Nutzungsmöglichkeit und diese ist unabhängig davon gegeben, ob die Nutzung erfolgt. Ob eine Nutzung erfolgt, ist schließlich eine Frage der Nachfrage, nicht des Angebots. Nur die unvermieteten bzw. leerstehenden Wohnungen zum Angebot zu zählen, heißt nur das Potential an flächenmäßiger Ausweitung der Nachfrage zu betrachten. Die meisten Fehleinschätzungen in Immobilienmärkten beruhen auf einer falschen Interpretation von Angebot und Nachfrage; alle dem Verfasser bekannten Marktberichte der großen deutschen Maklerhäuser begehen diesen Fehler.<sup>78</sup>

<sup>78</sup> Stellvertretend für alle: Blumenauer Immobilien Research (2000): Marktinformationen Deutschland.

Zum besseren Verständnis kann die Situation eines fiktiven Mieters betrachtet werden. Ein Mieter habe im Jahre 1988 ca. 200 m<sup>2</sup> Wohnfläche zum Preis von 5 DM/m<sup>2</sup> gemietet. Eine Untervermietung der Räume ist vertraglich ausgeschlossen. Im Jahre 1990 wird eine fast identische Wohnung eine Etage über dem Mieter für 25 DM/m<sup>2</sup> vermietet. Der Mieter denkt, dass er diesen Mietpreis nicht bezahlen könnte und sich flächenmäßig reduzieren würde. Er überprüft mit seiner Familie die effektiv genutzte Fläche, macht ein Flächeneinsparungspotential von 20 % aus und verhandelt mit dem Vermieter über die Untervermietung dieser Fläche. Als Ergebnis vermietet der Mieter 40 m<sup>2</sup> für 25 DM/m<sup>2</sup> unter und teilt sich den Mehrerlös mit dem Vermieter. Dadurch reduziert sich rechnerisch die Miete für die übrige Fläche von 5 auf 3,13 DM/m<sup>2</sup>.

Das Beispiel zeigt, dass jeder Mieter die ökonomische Verfügungsgewalt über sein Mietobjekt hat. Entweder darf er untervermieten und tut es oder er muss sich eine Erlaubnis vom Vermieter besorgen und den Gewinn teilen.

Der Mieter orientiert sich also bei seiner Flächennachfrage an den Opportunitätskosten und nicht an den bei Vertragsabschluss festgelegten Konditionen. Die Frage, ob nun der Mieter oder der Vermieter den Mehrerlös der Untervermietung vereinnahmt, ist für die Bestimmung der richtigen und damit sinnvollen Definition von Angebot und Nachfrage unerheblich. Insofern ist, da aus bestehenden Mietverhältnissen heraus je nach Marktpreis Flächen an den Markt kommen, der vermietete Bestand dem Angebot zuzurechnen. Aufgrund der Preiselastizität der Nachfrage bildet der vermietete Bestand sogar den weitaus größeren Teil des Angebots. Die Nachfrage nach Immobiliennutzungsmöglichkeiten besteht aus der Zahlungsbereitschaft für die zu nutzenden Flächen.

Die Nachfrage bezieht sich auf die zu nutzende Fläche. Das eigentlich nachgefragte Gut ist daher zunächst ein anderes, als jenes, welches i. d. R. von den Anbietern angeboten wird. Damit eine Fläche nutzbar ist, muss der Nachfrager nicht nur über die reine Fläche verfügen können, sondern diese muss auch bewirtschaftet sein. Hierzu zählt selbstverständlich die Beheizung der Fläche, so dass in einem ersten Schritt nicht die Bereitschaft zur Zahlung einer Nettokalt-, sondern die zur Zahlung einer Bruttowarmmiete als Nachfrage zu begreifen ist. In Deutschland wird der Unterschied zwischen der Netto- und der

Bruttokaltmiete über die nach § 27 samt Anlage 3 der II. Berechnungsverordnung aufgeführten umlagefähigen Bewirtschaftungskosten definiert.

Streng ökonomisch betrachtet ist aber auch die bewirtschaftete und beheizte Fläche für den Nachfrager allein noch nicht nutzenstiftend, vielmehr ist sie es erst dann, wenn die Wohnung eingerichtet ist. Zwar gibt es einen Markt von direkt nutzbaren Wohnflächen (sogenannte voll möblierte Wohnungen), doch spielt dieser quantitativ nur eine untergeordnete Rolle. Da die Messung der tatsächlichen Nachfrage nach voll nutzbaren Wohnflächen schwer feststellbar ist, wird in der Praxis die Zahlungsbereitschaft in Höhe der Bruttowarmmiete als Nachfrage verwendet. Das ist legitim, solange die damit verbundenen Implikationen bei der Auswertung des sich so ergebenden Datenmaterials nicht vergessen werden. So können beispielsweise Nachfrageänderungen zunächst gerade jene Teile betreffen, die gar nicht gemessen werden.

## **2.3 Güterwirtschaftliche Analyse bei Betrachtung von Wohnungen als homogene Güter**

Bei einer güterwirtschaftlichen Betrachtung des Wohnungsmarktes kann das Gut Flächennutzungsmöglichkeit zunächst als ein homogenes Gut begriffen werden. Das Verhalten der Anbieter und Nachfrager von Wohnflächennutzungsmöglichkeiten lässt sich mit Hilfe einer komparativ-statischen Analyse untersuchen.

Zwar sind Immobilien keine homogenen Güter – es kann nicht einmal zwei identische Flächen geben –, doch ist die Homogenitätsprämisse insofern sinnvoll, als so die Instrumente der Mikroökonomie leichter Anwendung finden können. Auch bei einer differenzierten Betrachtung und Bildung von Wohnungssegmenten wird stets angenommen werden, dass zumindest die Wohnungen innerhalb eines Segmentes homogen sind.

Die Annahme der Homogenität von Flächen ist in einem ersten Schritt auch deswegen vertretbar, weil, obgleich Flächen grundsätzlich heterogen sind, die Nachfrager zwi-

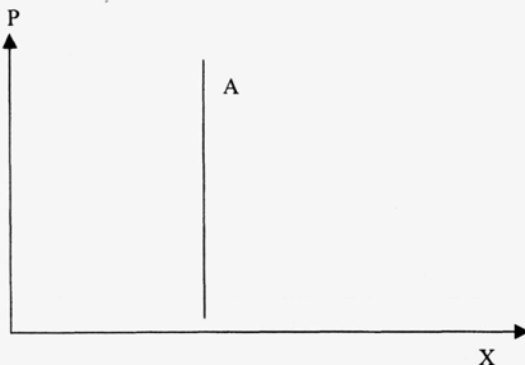


schen den Flächen substituieren können, d. h. dass verschiedene, heterogene Flächen einen homogenen Nutzen stiften. Die Frage nach der Homogenität von Flächen und damit auch die später zu prüfende Frage nach der optimalen Bildung von Wohnungssegmenten entscheidet sich daher ebensowenig Angebots-, als vielmehr nachfragebezogen.

### 2.3.1 Das Wohnflächenangebot

Das Angebot an Flächen ist kurzfristig immer als preisunelastisch zu betrachten, weil zum einen ein Time-lag zwischen der Entscheidung zu bauen und der Entstehung der angebotsausweitenden Fläche besteht und ferner die Baukapazitäten beschränkt sind.<sup>79</sup> Das Angebot entspricht somit der vorhandenen Gesamtfläche und kann daher auch nicht vom Preis abhängig sein. Bei einer komparativ-statistischen Betrachtung stellt sich das Angebot in einem Angebots-Nachfrage-Diagramm graphisch somit als Vertikale dar.

Abbildung 1: Angebot von Flächen



Die Annahme eines preiselastischen Angebots ist jedoch für die güterwirtschaftliche Argumentation entscheidend. Auch Gregory Bull<sup>80</sup> geht im Standardlehrbuch der Woh-

<sup>79</sup> Kühne-Büning, Besonderheiten, S. 8.

<sup>80</sup> Bull, Housing, S. 27 ff.



nungswirtschaft von einem preiselastischen Angebot aus.<sup>81</sup> Die fundamentalen Gründe, aus denen heraus das Angebot allerdings gar nicht preiselastisch sein kann, ergeben sich aus dem später unter Punkt 5 behandelten optionstheoretischen Ansatz. Um diesem nicht vorzugreifen, wird die Annahme der fehlenden Preiselastizität des Angebots an dieser Stelle mittels des zeitlichen Argumentes gestützt: Kurzfristig ist das Angebot aus den genannten Gründen preisunelastisch.

### 2.3.2 Die Wohnflächennachfrage

Anhand empirischer Untersuchungen ergeben sich Aussagen über die Preiselastizität der Nachfrage. Mittelfristig und insbesondere auch in langfristiger Perspektive und beim Vergleich unterschiedlicher Volkswirtschaften zeigt sich stets, dass die Nachfrage nach Wohnfläche preiselastisch und einkommensabhängig ist.<sup>82</sup>

Häufig wird in Untersuchungen<sup>83</sup> über die Nachfrage nach Wohnflächen ein Zusammenhang zwischen dieser und dem Bevölkerungswachstum bzw. der Zahl der Haushalte hergestellt. Dies erscheint nicht sinnvoll, wie im Folgenden nachgewiesen wird.

Die Nachfrage nach Wohnflächennutzungsmöglichkeiten kann als eine Relation zum Anteil am verfügbaren Einkommen begriffen werden. Es kann somit formuliert werden:

$$N_W = w \times Y_v \quad (1)$$

mit

$N_W$  Nachfrage nach Wohnfläche

$w$  Anteil der Ausgaben für Wohnflächen am verfügbaren Einkommen

$Y_v$  verfügbares Einkommen

<sup>81</sup> Gleiches gilt für Kühne-Büning, Marktwirtschaft, S. 23.

<sup>82</sup> Siehe hierzu die unter Punkt 2.1 genannte Literatur.

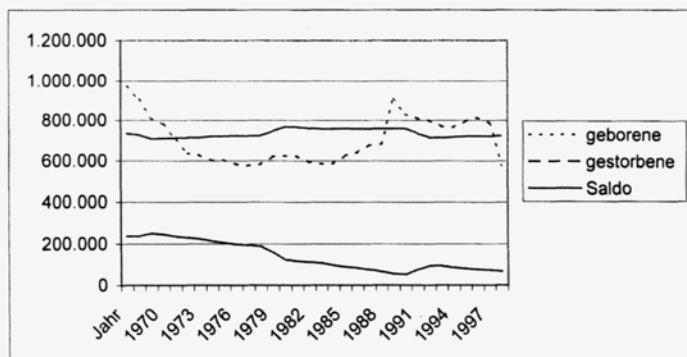
<sup>83</sup> z. B. Häpke, Aspekte, S. 98 f.

In Deutschland betrug der Anteil  $w$  1998 ca. 20-25 %.<sup>84</sup> Damit ist die Nachfrage nach Wohnflächennutzungsmöglichkeiten zugleich eine Funktion des verfügbaren Einkommens sowie des Anteils desselben:

$$N_w = f(Y_v, w) \quad (2)$$

Die Gleichung 2 besagt, dass die Nachfrage nach Wohnfläche davon abhängig ist, was die Nachfrager zahlen können und wollen. Der Anteil  $w$  an den Gesamtausgaben wird demzufolge über Präferenzen bei gegebenem Budget determiniert. Die Wohnbevölkerung und/oder die Zahl der Haushalte kann auf die Nachfrage nach Wohnflächennutzungsmöglichkeiten nur insoweit Einfluss haben, als diese das verfügbare Einkommen oder den Anteil des verfügbaren Einkommens  $w$  beeinflussen. Das verfügbare Einkommen ist nicht primär von der natürlichen Reproduktionsrate der Bevölkerung abhängig. Vielmehr zeigen internationale Vergleiche, dass gerade in Volkswirtschaften mit hohen und wachsenden Einkommen die Natalitätsrate der Bevölkerungsentwicklung eher gemäßigt verläuft.

Abbildung 2: Natürliche Bevölkerungsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1970-1999

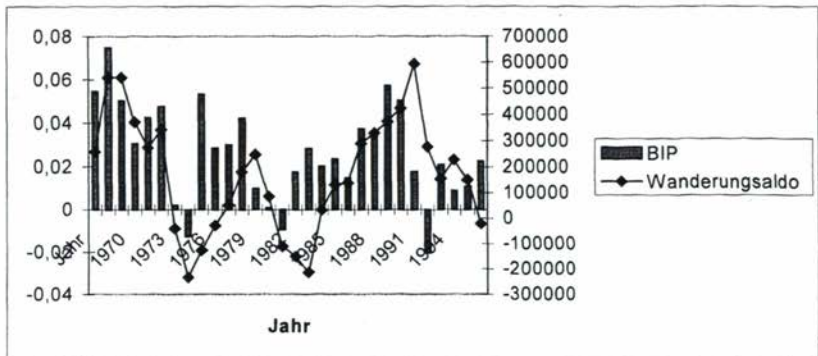


Quelle: Statistisches Bundesamt

<sup>84</sup> Die genauen Zahlen: Alte Länder: 25 %, Neue Länder: 20 % lt. Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen, Wohngeld 2000, S. 11.

Die Bevölkerungsentwicklung wird in Deutschland stärker von der Migration als von der Natalitätsrate beeinflusst. Wenngleich Migration scheinbar das Resultat politischer Entwicklungen ist, so zeigt sich statistisch doch, dass Migration primär auf die wirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen ist.

Abbildung 3: Wanderungssaldo und Bevölkerungswachstum in der Bundesrepublik Deutschland 1970-1999



Quelle: Statistisches Bundesamt

Abbildung 3 veranschaulicht, dass der Wanderungssaldo in der Bundesrepublik primär durch die konjunkturelle Entwicklung bedingt ist. Wenn aber die Migration wesentlich von der wirtschaftlichen Entwicklung determiniert wird, ferner die Migration den wesentlichen Teil des Bevölkerungswachstums ausmacht und die verfügbaren Einkommen der Haushalte in einem positiven Verhältnis zur wirtschaftlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft stehen, dann ist es nur bedingt sinnvoll, die Bevölkerungsentwicklung als Einflussgröße der Wohnungsnachfrage zu isolieren.

Es bietet sich die Möglichkeit an, das Bevölkerungswachstum oder die Entwicklung der Zahl der Haushalte als Determinante des Anteils  $w$  der verfügbaren Einkommen, welcher für Wohnen konsumiert wird, zu erkennen. So kann argumentiert werden, dass kleinere Haushalte relativ mehr Nachfrage nach Wohnfläche entfalten als größere, insoweit bei größeren Haushalten Synergieeffekte in der Flächennutzung entstehen. So fragt ein Einpersonenhaushalt schließlich auch ein Bad und eine Küche nach, während ein Zweipersonenhaushalt möglicherweise nur ein weiteres Zimmer nachfragt. Zugleich

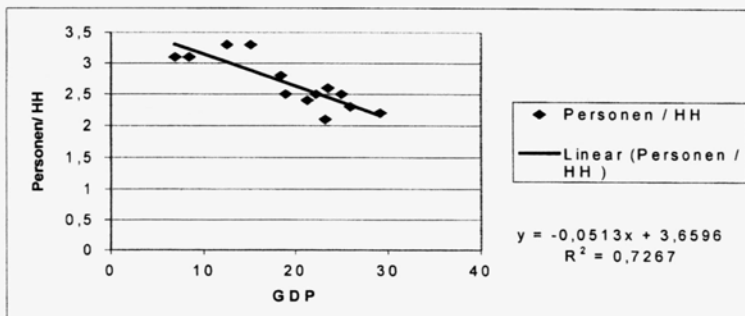
wird argumentiert,<sup>85</sup> dass Wohnraum nicht beliebig teilbar, sondern nur in der Form einer ganzen Wohnung nutzbar ist, so dass der Markt nur ausgeglichen sei, wenn die Zahl der Wohnungen der Zahl der Haushalte entspreche.

Tabelle 1: Pro-Kopf-Einkommen und Personen pro Haushalt in der EU

	1995	1991
Land	GDP capita	Personen/HH
Dänemark	29,19	2,2
Deutschland (alte Länder)	26	2,3
Österreich	25,01	2,5
Frankreich	23,55	2,6
Schweden	23,27	2,1
Belgien	22,26	2,5
Niederlande	21,3	2,4
Großbritannien	18,95	2,5
Italien	18,4	2,8
Irland	15,1	3,3
Spanien	12,5	3,3
Griechenland	8,4	3,1
Portugal	6,9	3,1
Quelle: CEC Statistics on housing in the European Community nach Balchin, Introduction, S. 3 und S. 7		

Der aufgezeigte Zusammenhang ist auch graphisch sichtbar:

Abbildung 4: Zusammenhang zwischen Pro-Kopf-Einkommen und Haushaltsgröße



Quelle: Quelle: CEC Statistics on housing in the European Community nach Balchin, Introduction, S. 3 und S. 7

<sup>85</sup> z. B. bei Kühne-Büning, Besonderheiten, S. 10.

Gerade im internationalen Vergleich wird deutlich, dass die Bildung von Haushalten ebenso wie die Nachfrage nach Wohnungen primär vom Einkommen abhängig ist. In wohlhabenderen Volkswirtschaften (z. B. gemessen am BIP per capita) ist die Zahl der Personen pro Haushalt signifikant kleiner als in Volkswirtschaften mit geringeren Einkommen. Tabelle 1 zeigt dies für die Staaten der EU:

Tabelle 2: Anteil der Ausgaben für Wohnen am verfügbaren Einkommen in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen

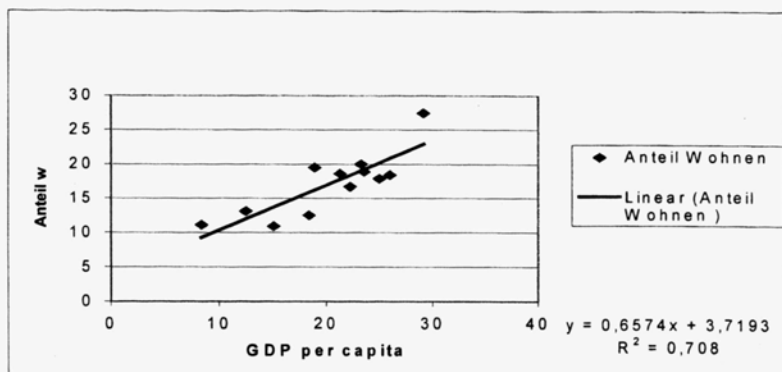
		1989
Land	GDP capita	Anteil Wohnen
Dänemark	29,19	27,4
Deutschland (alte Länder)	26	18,4
Österreich	25,01	17,9
Frankreich	23,55	18,9
Schweden	23,27	20
Belgien	22,26	16,7
Niederlande	21,3	18,6
Großbritannien	18,95	19,5
Italien	18,4	12,5
Irland	15,1	10,9
Spanien	12,5	13,1
Griechenland	8,4	11,1

Quelle: Balchin, Introduction, S. 3.

Empirisch lässt sich ferner nachweisen, dass der Anteil der Ausgaben für Wohnen  $w$  am verfügbaren Einkommen  $Y_v$  sowohl bei einer Querschnittsbetrachtung als auch bei einer langfristigen Betrachtung, jeweils von der Einkommenshöhe abhängt. So ist der Anteil  $w$  in Volkswirtschaften mit höherem Einkommen größer, wie aus Tabelle 2 hervorgeht. Auch dieser Zusammenhang lässt sich graphisch gut in Abbildung 5 erkennen.

Während mit steigendem Gesamteinkommen einer Volkswirtschaft der Anteil der Ausgaben für Wohnen  $w$  mit dem Einkommen insgesamt zunimmt, geben jene Haushalte innerhalb einer Volkswirtschaft, die über bessere Einkommen verfügen, weniger ihres verfügbaren Einkommens für Wohnen aus.

Abbildung 5: Anteil der Ausgaben für Wohnen am verfügbaren Einkommen in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen:



Quelle: Balchin, Introduction, S. 3.

Folgende Tabelle 3 zeigt den Anteil w in der Bundesrepublik (alte Länder) von 1991 bis 1998. Es stellt sich heraus, dass der Anteil w kurzfristig relativ stabil ist.<sup>86</sup>

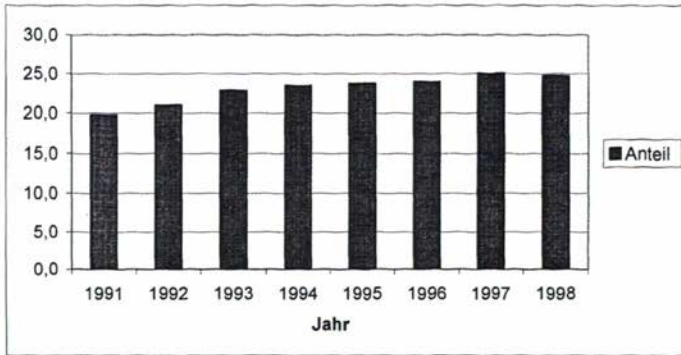
Tabelle 3: Anteil der Bruttokaltmieten am Haushaltseinkommen in den alten Ländern 1991-1998

Jahr	Anteil
1991	19,7
1992	21,0
1993	22,8
1994	23,4
1995	23,7
1996	23,9
1997	25,0
1998	24,7
Varianz	2,9

Quelle: Bundesministerium für Verkehr, Bau und Wohnungswesen, Wohngeld, S. 47.

<sup>86</sup> Ebenso: Bartholmai, Mietbelastung, S. 45-51. Der stabile Anteil w lässt sich nicht auf einen regulierten Wohnungsmarkt zurückführen, weil das Mietpreisrecht mit dem Gesetz zur Regelung der Miethöhe (MHG) vom 18. Dezember 1974 mit der Einführung der Mieterhöhungsmöglichkeit bis an die ortsübliche Vergleichsmiete bei Bestandsmietverhältnissen relativ liberal ist.

Abbildung 6: Anteil der Bruttokaltmieten am Haushaltseinkommen in den alten Ländern 1991-1998



Quelle: Bundesministerium für Verkehr, Bau und Wohnungswesen, Wohngeld 2000, S. 47

Da der Anteil  $w$  kurzfristig relativ stabil ist, kann die Gleichung 2 auch vereinfacht werden zu:

$$N_w = f(Y_v) \quad (3)$$

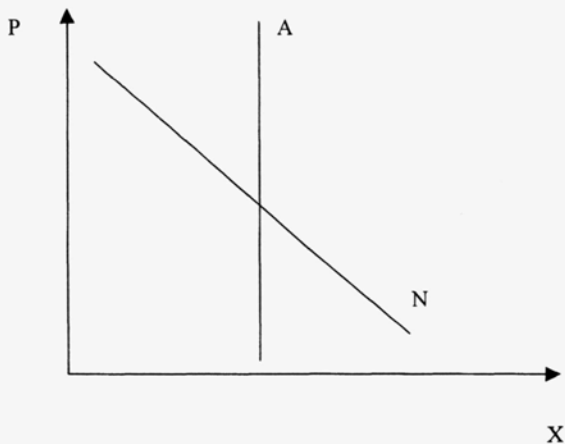
Wir können demnach für eine kurz- bis mittelfristige komparativ-statische Betrachtung annehmen, dass die Nachfrage ausschließlich vom verfügbaren Einkommen abhängt.

Für die weiteren Überlegungen wird weiter angenommen, dass die Nachfrage elastisch und die Elastizität konstant ist. Angebot und Nachfrage verhalten sich dann wie in Abbildung 7 erkennbar.

In den Abbildungen 1 und 7 bilden die Angebotskurven eine Vertikale. Der Vermieter hat als Anbieter einer Fläche die Rolle des Preisnehmers. Er wird – rationales Handeln angenommen – zu dem Preis, den er am Markt erzielen kann, vermieten. Und er wird – auch wenn der Preis bezogen auf seine Kosten bzw. seine Renditeerwartungen nicht auskömmlich ist – zu eben diesem Preis vermieten. Der Vermieter wird auch dann zum Gleichgewichtspreis vermieten, wenn seine Kosten nur einen wesentlich geringeren Preis erfordern würden. Weil die Inkaufnahme von Leerstand für den Vermieter einen

Totalausfall seiner Einnahmen darstellt, wird er stets bereit sein, zu dem am Markt erzielbaren Preis vermieten. Aus diesem Grunde ist die Leerstandsquote im Wohnungsmarkt recht unabhängig vom Preisniveau immer recht klein. Zu Leerstand kommt es nur, wenn die Angebotskurve im positiven Bereich der Ordinate vollständig rechts von der Nachfragekurve verläuft, ein Phänomen, welches unter Punkt 2.3.4 Behandlung erfährt.

Abbildung 7: Angebot von und Nachfrage nach Wohnflächen



Anbieter werden selbst dann nicht preiselastisch reagieren, wenn die Miethöhe unterhalb der laufenden Bewirtschaftungskosten liegt, insoweit der Großteil der umlagefähigen Bewirtschaftungskosten Fixkostencharakter hat und somit auch bei Leerstand anfällt. Grundsteuer, Straßenreinigungskosten und teilweise Heizkosten stehen unabhängig vom Stand der Vermietung an. Auch nichtumlagefähige Bewirtschaftungskosten wie Instandsetzung und Verwaltung sind als Fixkosten zu begreifen. Darüber hinaus ist Leerstand allein dadurch relativ teuer, weil er sich i. d. R. substanzverschlechternd auswirkt.

Dass der Flächenanbieter als Preisnehmer auftritt, liegt vor allem darin begründet, dass die Nutzbarkeit von Flächen nicht lagerbar ist. Auch wenn der Flächenanbieter die Er-



wartung hat, dass aufgrund in Zukunft steigender Nachfrage die Preise anziehen werden, muss er bereits jetzt vermarkten.

An dieser Stelle wird offenkundig, dass der Umstand, dass Vermieter in der Praxis geneigt sein können, nicht als Preisnehmer aufzutreten, sondern sogenannten spekulativen Leerstand in Kauf nehmen, mit Markteingriffen zu tun haben muss. Wenn der Vermieter aus wirtschaftlichen oder rechtlichen Gründen zum Zeitpunkt  $t_0$  nur eine bestimmte Miete  $p_0$  verlangen kann und die Erwartung besteht, zu einem späteren Zeitpunkt  $t_1$  eine höhere Miete  $p_1$  zu erhalten, so muss der Vermieter die Wohnung leer stehen lassen, wenn er bei Vermietung zum Zeitpunkt  $t_0$  nur  $p_0$  erhält und ihm eine Erhöhung auf  $p_1$  im vermieteten Zustand unmöglich oder erschwert ist, wenn der auf  $t_0$  abgezinste Mehrerlös ab  $t_1$  höher ist als der auf  $t_0$  abgezinste Mietausfall in der Zeit von  $t_0$  bis  $t_1$ . Zur Vermeidung spekulativen Leerstandes ergeben sich demnach Anforderungen an das Mietpreisrecht.

### 2.3.3 Die Preismechanismen

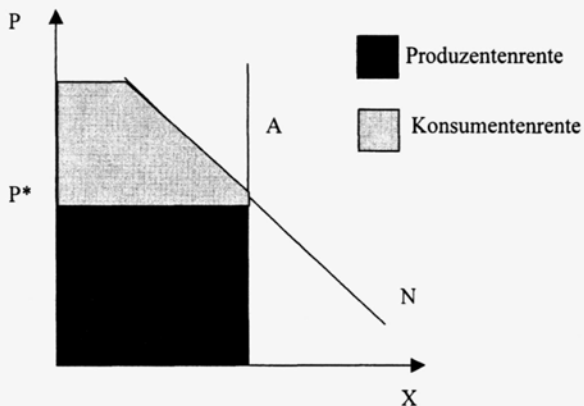
Der Schnittpunkt der Nachfrage- und Angebotskurve stellt graphisch den Gleichgewichtspreis  $p^*$  dar. Die Nachfrager nach Flächen bezahlen für die für sie nutzbare Fläche den Gleichgewichtspreis. Da – wie bereits oben dargelegt – eine Fläche ihre volle Nutzbarkeit nur als bewirtschaftete Fläche abgibt, wird der Preis  $p^*$  bei einer Vermietung nicht der Nettokalt-, sondern allenfalls auf die Bruttowarmmiete bezogen werden müssen und es wäre zu überlegen, inwieweit annuitätisch verteilte spezifische Investitionen des Nutzers hier hinzugerechnet werden müssten. Letzteres ist bei einer empirischen Betrachtung nicht ganz einfach; bisher weisen vorhandene Statistiken nur die Nettokalt-, die Bruttokalt- und die Bruttowarmmieten aus.

Der Vollständigkeit halber sei an dieser Stelle erwähnt, dass die Produzentenrente bei einem unelastischen Angebot jeweils dem gesamten Marktvolumen (also der Summe der in einer Periode gezahlten Mieten) entspricht, eine Feststellung, die nicht nur formaler Natur, sondern auch inhaltlich bedeutungsvoll ist. So kann beispielsweise durch eine

politische Intervention die gesamte Miete abgeschöpft werden, ohne dass das Angebot an Flächen unmittelbar sinken würde. Gerade hieraus resultiert ein politisches Risiko für die Anbieter, welches an anderer Stelle beschrieben wurde<sup>87</sup> und welches sich aus dem Fixkostencharakter bei anfänglich versenkten Kosten ergibt. Abbildung 8 zeigt die Produzentenrente unter Betrachtung des Gutes Wohnflächennutzungsmöglichkeit als homogenes Gut. Bei dieser Sichtweise fällt die Konsumentenrente recht hoch aus, insoweit diese in der Summe von der Preiselastizität der Nachfrage abhängt. Unter der Betrachtung des Gutes als heterogenes Gut werden diesbezüglich Unterschiede sichtbar.

Die Tatsache, dass Haushalte mit höheren verfügbaren Einkommen einen geringeren Anteil  $w$  des Einkommens für den Konsum von Wohnflächen ausgeben, wird teilweise auch darin begründet sein, dass mit steigendem Wohnbudget der Anteil eigener, spezifischer Investitionen des Nutzers steigt; diese sind nicht in der Statistik, welche Nettokalt- und Bruttowarmmieten ausweist, enthalten.

Abbildung 8: Produzenten- und Konsumentenrente im Wohnungsmarkt bei Annahme homogener Güter



Da die annuitätisch zu verteilenden Kosten spezifischer Investitionen praktisch nicht messbar sind und wir ferner annehmen, dass sich der Anteil dieser während eines kurz-

<sup>87</sup> Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik, S. 19.

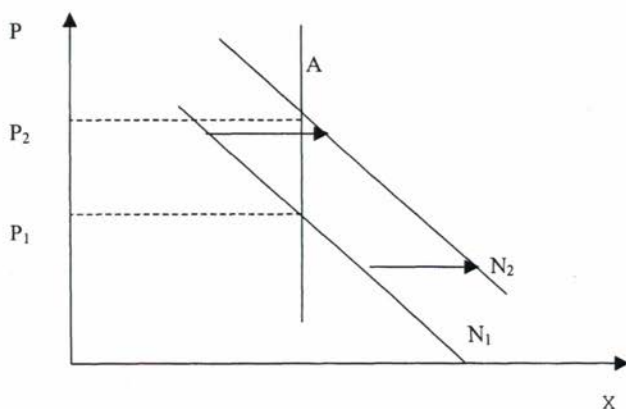
bis mittelfristigen Betrachtungszeitraumes kaum verändert, werden jene hier nicht weiter thematisiert.

Für die folgenden Überlegungen wird vielmehr davon ausgegangen, dass es sich im Falle einer Vermietung von Flächen zu einem Preis  $p^*$  hierbei um die Bruttowarmmiete, d. h. um die Nettokaltmiete zuzüglich der umlagefähigen Bewirtschaftungskosten gemäß der II. Berechnungsverordnung und zuzüglich der Heizkosten gemäß der Heizkostenverordnung, handelt.

### 2.3.4 Komparativ-statische Analyse

Es lässt sich nunmehr komparativ-statisch analysieren, was bei einer Nachfrageerhöhung bzw. einer Nachfragesenkung geschieht. Diese Nachfrageveränderung wird entsprechend der Gleichung (1) durch eine Veränderung der verfügbaren Einkommen in einer als Markt betrachteten Region induziert. Abbildung 9 zeigt eine Erhöhung der Nachfrage als Verschiebung der Nachfragekurve von  $N_1$  nach  $N_2$ , die über eine Preissteigerung von  $p_1$  nach  $p_2$  abgefangen wird.

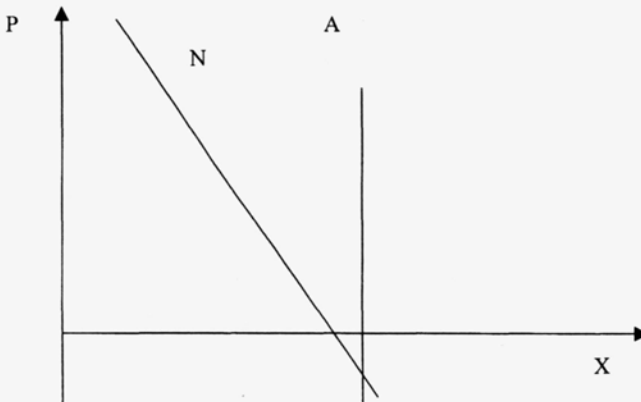
Abbildung 9: Effekte einer Nachfrageerhöhung



Das Ergebnis ist, dass bei einer angenommenen preiselastischen Nachfrage und einem preisunelastischen Angebot der Markt über einen Gleichgewichtspreis, welcher sich grafisch als Schnittpunkt der Angebots- und Nachfragekurven ergibt, jeweils vollständig geräumt wird. Dies ist der Kern der traditionellen güterwirtschaftlichen Argumentation. Wenn die Preise flexibel sind, kann es definitionsgemäß keine Marktanspannungen geben. Über eine Preisanpassung kann der Markt jeweils ein neues Gleichgewicht finden. Aus güterwirtschaftlicher Sicht ist die Liberalisierung des Mietrechts und insbesondere des Mietpreisrechts insoweit auch die entscheidende Forderung. Der Markt gelangt mittels der preiselastischen Nachfrage zum Ausgleich.

Wohnraummangel und Wohnungsnot wären ebenso wie nachhaltiger Leerstand in diesem Modell nur denkbar, wenn sich die Nachfrage- und die Angebotskurve nicht mehr im positiven Bereich der Ordinate treffen würden. Abbildung 10 skizziert diese Möglichkeit.

Abbildung 10: Links von der Angebotskurve verlaufende Nachfragekurve

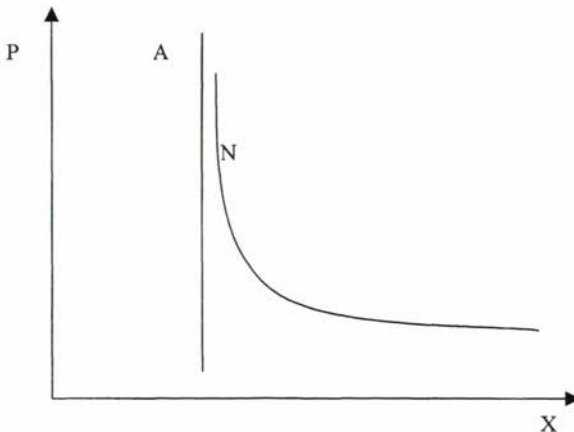


In dieser Variante ist die Nachfrage so gering, dass auch bei einem Preis von 0 nicht der gesamte Bestand und damit das Angebot voll genutzt würde. Die Mieter wären nur Subventionierung bereit, alle Wohnungen zu nutzen. Dieser Fall ist keine hypothetische, sondern eine in Geschichte und Gegenwart immer wieder anzutreffende besondere Situ-

ation. So berichtet man aus dem mittelalterlichen Konstanz, dass in der Zeit nach dem Ende des Konzils die Stadt einen derartigen Einwohnerschwund hatte, dass die Verbleibenden lieber von leerstehendem zu leerstehendem Haus zogen, statt Instandsetzungsmaßnahmen vorzunehmen. Eine vergleichbare Situation findet sich in solchen Orten, die aufgrund einer monostrukturierten Wirtschaft entstanden sind dann, wenn die wirtschaftliche Basis wegbricht und der Standort aufgrund relativer Nachteile keine alternativen Wirtschaftsansiedlungen zulässt. Sogenannte Geisterstädte, die meist in unwegsamem Gelände entstanden sind und vom Abbau von Rohstoffen existierten, sind ein Paradebeispiel hierfür, aber auch ehemalige industrielle Kerne in den neuen Bundesländern und insgesamt im ehemaligen Ostblock, wo – planwirtschaftlich bedingt – die regionale Monostrukturierung der Wirtschaft sehr stark ausgeprägt war. In den neuen Bundesländern ist mitbedingt durch diese Situation die Diskussion über den Rückbau von Wohnraum neu entfacht.<sup>88</sup>

In Abbildung 10 trifft die Nachfragekurve nicht die Angebotskurve, weil – graphisch betrachtet – erstere links von letzterer verläuft. Abbildung 11 stellt den umgekehrten Fall dar: Die Nachfragekurve verläuft rechts von der Angebotskurve ohne diese zu schneiden.

Abbildung 11: Vollständig rechts von der Angebots- verlaufende Nachfragekurve



<sup>88</sup> Pfeiffer/Simons/Porsch, Strukturwandel, S. 14 f.

Zur Darstellung dieses Falles wird davon ausgegangen, dass die Nachfragekurve nicht einen linearen, sondern einen hyperbolischen Verlauf nimmt. Würde von einem linearen Verlauf der Nachfragekurve ausgegangen werden, könnte das Problem einer rechts von der Angebotskurve verlaufenden Nachfragekurve, die diese nicht schneidet, nicht aufkommen.

Der hyperbolische Verlauf der Nachfragekurve bedeutet inhaltlich, dass Haushalte ohne eine bestimmte Mindestausstattung mit Wohnraum nur noch bedingt preiselastisch reagieren. Ein Ehepaar wird beispielsweise bei steigenden Mieten bereit sein, von einer Zweizimmerwohnung in eine Einzimmerwohnung umzuziehen bzw. einen Untermieter in die Zweizimmerwohnung aufzunehmen. Die Bereitschaft, einen weiteren Untermieter im eigenen Zimmer zuzulassen, wird jedoch nicht sehr groß sein, so dass zuvor eine sehr starke Mieterhöhung hingenommen werden wird. Das Beispiel zeigt, dass grundsätzlich von einem hyperbolischen Verlauf der Nachfragekurve ausgegangen werden kann. Der hyperbolische Verlauf der Nachfragekurve entspricht auch der mikroökonomischen Ableitung der Nachfragekurve bei konstantem Haushaltsbudget und abnehmendem Grenznutzen aus dem Konsum unterschiedlicher Güter.

Der in Abbildung 11 dargestellte Fall gibt die Situation vieler deutscher Städte direkt nach Ende des II. Weltkrieges wieder. Auf der Angebotsseite waren teilweise (wie in Hamburg) bis zu ca. 50 % des Bestandes zerstört<sup>89</sup> bei gleichzeitigem Zustrom von Flüchtlingen aus dem Osten. In dieser Situation kommt es regelmäßig zu staatlichen Interventionen zwecks Verteilung des Wohnraums und zugleich zu explodierenden Preisen in jenen Segmenten, die von der Regulierung nicht erfasst sind bzw. sich nicht erfassen lassen (Schwarzmarkt).<sup>90</sup>

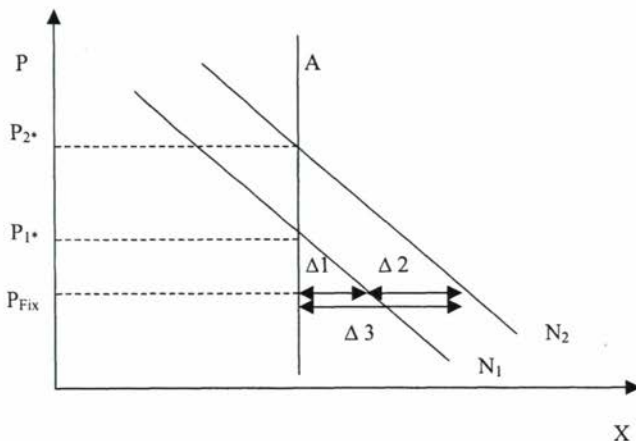
Die in Abbildung 11 veranschaulichte Situation ist sehr viel seltener, als gemeinhin angenommen wird. Es darf andererseits nicht davon ausgegangen werden, dass im Falle einer staatlichen Intervention und stark steigender Preise auf den nicht regulierten Märkten sich die Nachfrage- und Angebotskurven nicht schneiden. Die Situation des

<sup>89</sup> Statistisches Amt des Vereinigten Wirtschaftsgebietes.

<sup>90</sup> Zur Situation der Wohnraumversorgung in der Besatzungszeit der Wohnungspolitik: Schulz, Wiederaufbau, S. 31 ff.

Wohnungsmarktes in Berlin (West) nach dem Fall der Mauer verdeutlicht den Unterschied: Bis zum Jahre 1987 waren die Mieten der Altbaubestände in Berlin (West) staatlich preisgebunden. Da fast alle Nachkriegsbauten im Rahmen des ersten und später auch des zweiten Förderweges entstanden sind, waren auch diese Bestände preisgebunden. Die Preisbindung der Altbestände wurde bereits nach dem Ende des I. Weltkrieges eingeführt, in einer Situation, in der es zu einem starken Zuzug von Flüchtlingen kam, der die Preisbindung und staatliche Wohnungsbewirtschaftung politisch geboten erscheinen ließ. Die Mietpreise wurden auf die Mieten von 1914, d. h. auf die Zeit vor dem Ausbruch des I. Weltkrieges bezogen, was zum Begriff der Friedensmiete führte. Diese Friedensmiete blieb Ausgangspunkt der Berechnung zulässiger Mieten bis zum Jahre 1987. Im Ostteil der Stadt war die Miete systembedingt ebenso auf einem Niveau eingefroren, das nicht die wirtschaftliche Knappheit des Gutes widerspiegelte. Bereits vor dem Fall der Mauer war es in Berlin (West) zu ersten nachfragebedingten Mietsteigerungen bei Neuvermietungen gekommen.<sup>91</sup> Mit dem Anstieg der Nachfrage kurz nach dem Fall der Berliner Mauer kam es zu einer Situation, die schematisch in Abbildung 12 dargestellt wird.

Abbildung 12: Angebot und Nachfrage bei fixierten Mieten



<sup>91</sup> Dieses lässt sich bei allen Einschränkungen der Aussagekraft auch anhand der Mietspiegel nachweisen.

Die Nachfragekurve verschiebt sich mit dem Fall der Berliner Mauer von  $N_1$  nach  $N_2$ . Der Preis im Bestand wird jedoch bei  $p_{\text{Fix}}$  gehalten. Zwar können die Vermieter bei Neuvermietung teilweise höhere Preise nehmen (es greifen jedoch die Grenzen des § 5 Wirtschaftsstrafgesetz i. V. m. § 134 BGB sowie die des § 302 a StGB), doch sind die Mieten im Bestand zunächst kurzfristig nicht zu verändern. Der Wohnungsmangel erhöht sich in dieser Situation von  $\Delta 1$  um  $\Delta 2$  auf  $\Delta 3$ . Hier zeigt sich, dass einerseits eine staatliche Regulierung vorhanden ist, die Mieten bei Neuvermietung sehr hoch werden können und sich die Angebots- und Nachfragekurve dennoch schneiden. Der in der Abbildung 11 skizzierte Fall bringt hingegen zum Ausdruck, dass es keinen Marktpreis gibt, der Angebot und Nachfrage zum Ausgleich bringt.

### **2.3.5 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen unter der Annahme der Homogenität der Güter**

Aus der güterwirtschaftlichen Theorie resultiert die Vorstellung, dass Wohnungsmärkte – wie alle Gütermärkte – ihr Gleichgewicht über den Preis finden. Die Forderungen, welche sich hieraus ergeben, betreffen daher insbesondere das Mietpreisrecht und damit insgesamt das Mietrecht: Nur wenn es auf dem Wohnungsmarkt nicht zu Verzerrungen durch staatliche Intervention kommt, können die Marktkräfte über den Preismechanismus Angebot und Nachfrage zum Ausgleich bringen. Dabei wird von der Hypothese ausgegangen<sup>92</sup>, dass die Angebotskurve zwar kurzfristig unelastisch, mittel- und langfristig jedoch preiselastisch ist und Investoren Wohnungen bauen, soweit durch den Preis für die Flächennutzungsmöglichkeit eine marktgerechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals gewährleistet wird.

Wenngleich aus güterwirtschaftlicher Sicht der Markt über den Preismechanismus zum Ausgleich kommt und demnach die Liberalisierung des Mietpreisrechts geboten ist, bedeutet das nicht, dass staatliche Interventionen vollständig abzulehnen sind. Zum einen kann es als staatliche Aufgabe angesehen werden, die Markttransparenz zu erhöhen, was

<sup>92</sup> z. B. Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik, S. 11 f. oder Bull, Housing, S. 32 ff.



Transaktionskosten senkt (ordnungspolitisches Gebot), und zum anderen lässt sich nachweisen, dass praktisch alle Gesellschaften Wohnen als merititorisches Gut betrachten. Hierin sind Transferzahlungen (z. B. Wohngeld) im Rahmen der güterwirtschaftlichen Argumentation begründbar.

Mit dem ordnungspolitischen Gebot wird nicht nur die Schaffung einer Markttransparenz erzielt, sondern auch die Reduktion von Transaktionskosten für Umzugswillige. Das schliesst selbstverständlich auch die Befreiung der Nutzer von jenen Konsumentenrenten ein, welche aufgrund von Vertragsmieten entstehen, die unter der nachhaltigen Miete liegen. Zugleich setzt die Sicherstellung der optimalen Allokation der Flächen ein liberales Mietpreisrecht voraus.

Die Betrachtung des Gutes Wohnen als merititorisches Gut bedeutet, dass einige Individuen aufgrund des persönlichen Budgets in Verbindung mit den persönlichen Präferenzen ein Niveau des Wohnkonsums wählen, welches die Gesellschaft insgesamt nicht akzeptiert. Angebotsbezogen kann der Sachverhalt auch so formuliert werden, dass die Gesellschaft das Angebot jener nachgefragten Flächen für Haushalte geringeren Budgets mittels gesetzlicher Restriktionen (Bauordnungs- und Bauplanungsrecht etc.) verhindert, weil sie das sich marktbedingt ergebende Gut (z. B. Wohnflächen in sogenannten Slums) wiederum nicht akzeptiert. Die Thematik kann also sowohl von der Angebots- als auch von der Nachfrageseite her behandelt werden; vom Ergebnis wird seitens der Gesellschaft eine Mindestqualität vorgegeben.

Nachdem der güterwirtschaftliche Ansatz in seiner modernen Form die Annahme heterogener Güter trifft und das Filtering-Modell seine bedeutendste theoretische Ausprägung darstellt, werden die weiteren güterwirtschaftlichen Handlungsempfehlungen unter Punkt 2.4.3 benannt.

## **2.4 Güterwirtschaftliche Analyse bei Betrachtung von Wohnungen als heterogene Güter**

In den bisherigen Darlegungen wurde davon ausgegangen, dass die angebotene und nachgefragte Nutzungsmöglichkeit des Wohnraums ein homogenes Gut ist. Immobilien sind bekanntermaßen jedoch heterogene Güter, so dass auch die Flächennutzungsmöglichkeiten, die im Wohnungsmarkt angeboten und nachgefragt werden, heterogene Güter sein müssen. Da jede Immobilie eines Grundstückes bedarf und zwei Grundstücke bereits lagebedingt nicht identisch sein können, sind auch zwei zu nutzende Flächen nicht homogen. Obgleich es jedoch keine zwei identischen Flächen gibt, so besteht doch kein Zweifel daran, dass seitens der Nachfrager diverse Flächen in unterschiedlich starkem Maße substituiert werden können. Für analytische Zwecke kann der Markt also segmentiert werden. Nunmehr wird das Filtering-Modell vorgestellt, werden die wohnungspolitischen Handlungsempfehlungen dargestellt und werden Probleme des Filtering-Modells, welche sich aus den Annahmen ergeben, diskutiert.

### **2.4.1 Die Segmentierung des Wohnungsmarktes**

Wohnungen können nach ihrer Qualität voneinander unterschieden werden. Die verschiedenen Eigenschaften von Wohnflächen beziehen sich jedoch nicht auf die bloße Wohnfläche, sondern auf die ganze Wohnung. Die Nutzungsmöglichkeit einer abgeschlossenen Wohnung wird i. d. R. als Ausgangspunkt bei Erhebungen gewählt, obgleich die Nachfrage nach Wohnflächen nicht ausschließlich die abgeschlossene Wohnung meint, was beispielsweise der Markt von Zimmern zur Untervermietung zeigt. Allerdings sind die Eigenschaften einer Wohnung, durch welche die Qualität definiert wird, teilweise sozio-kulturell bedingt. Für unsere Zwecke reicht es aus, wenn wir typische, in unseren Breitengraden gängige Qualitätsmerkmale betrachten. Folgende Qualitätskategorien können aufgestellt werden:

- Lage der Wohnung
- Größe der Wohnung
- Grundriss der Wohnung
- Ausstattung der Wohnung
- Baulicher Zustand der Wohnung

Die Qualitätskategorien sollen im Folgenden kurz charakterisiert werden.

- Lage der Wohnung

Dass die Lage einer Wohnung ein wesentliches Qualitätsmerkmal ist, dürfte unbestritten sein. „Lage, Lage, Lage“ ist jenes Merkmal, dass aus Sicht der Praktiker entscheidend für den Erfolg von Anbietern ist. Das Besondere an dem Charakteristikum Lage ist, dass es der Anbieter nicht verändern kann. Zwar kann sich die Lagequalität im Zeitablauf aufgrund städtischer Verschiebungen (z. B. Verschiebung der Zentralität), Änderungen kollektiver Präferenzen (z. B. Präferenz für Wohnen in offener Bebauung versus in urbanen Zentren), technologischer Revolutionen (Abnahme oder Zunahme der Bedeutung des ÖPNV), struktureller Veränderungen in der Wirtschaft (beispielsweise Bedeutungswandel eines Seehafens) etc. verschieben, doch hat der einzelne Anbieter von Flächen keinen Einfluss auf die Lagequalität.

- Größe der Wohnung

Die Größe<sup>93</sup> der Wohnung ist ein weiteres Qualitätsmerkmal. Dies ergibt sich ausschließlich aus der Betrachtung der Wohnung als nachgefragtes bzw. angebotenes Gut. Würde man allein den Quadratmeter Wohnfläche als gehandeltes Gut begreifen, so wäre die Größe der Wohnung kein Qualitätsmerkmal, sondern eine bloße Frage der Quantität. Die Betrachtung der Größe als Qualitätsmerkmal ist auch insoweit eine sinnvolle Begriffsdefinition, als die Nachfrager für den Konsum von Wohnfläche ein einkommens-

<sup>93</sup> Es gibt keine einheitliche Flächendefinition. Bereits in Deutschland findet sowohl die Flächendefinition gemäß § 42 der Zweiten Berechnungsverordnung als auch die Flächendefinitionen gemäß DIN 277 Verwendung. Im gewerblichen Bereich finden primär die DIN-Normen Anwendung, teilweise – insbesondere im Einzelhandel – aber auch das Konzept des GLA (gross leasable area) und die Flächendefinition der gif e.V..

elastisches Budget haben. Mit steigendem Budget werden Nachfrager größere Wohnungen in besseren Lagen mit einer höherwertigeren Ausstattung und in einem besseren baulichen Zustand suchen. Die Größe von Wohnungen kann im Bestand nur sehr bedingt und unter hohen Kosten sowie i. d. R. der Inkaufnahme schlechterer Grundrisse durch Teilung und Zusammenlegung von Wohnungen verändert werden.

- Grundriss der Wohnung

Die Frage, welche Grundrisse nachgefragt werden, hängt von der jeweiligen Einkommenssituation sowie der Einkommensverteilung und den gesellschaftlichen Präferenzen ab. Im Laufe von Generationen verändern sich die kollektiven Präferenzen. So wurden größere Wohnungen aus der Zeit von 1880 bis 1914 in Berlin eher zu Repräsentationszwecken geplant, während Wohnungen aus den dreißiger Jahren überwiegend funktional auf die Kleinfamilie zugeschnitten sind und Wohnungen aus den fünfziger Jahren i. d. R. von noch kleineren Haushalten geringeren Einkommens ausgehen. Der Grundriss einer Wohnung ist nur sehr bedingt und unter hohen Kosten zu verändern.

- Ausstattung der Wohnung

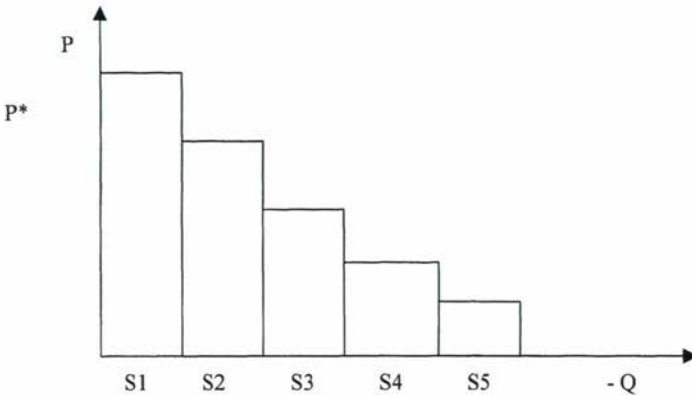
Die Ausstattung von Wohnungen ist in verschiedenen Epochen einerseits von den Präferenzen sowie von den jeweiligen technologischen Möglichkeiten abhängig. Dass in Deutschland Altbauwohnungen gerade im Sanitärbereich aus heutiger Sicht Defizite aufweisen, mag – wie der Blick auf andere Länder vermuten lässt – beispielsweise eher durch Präferenzen als aufgrund technologischer Möglichkeiten bedingt sein. Die Ausstattung einer Wohnung betrifft i. d. R. Aspekte der Haustechnik und lässt sich unter vertretbaren Kosten nachrüsten; dies gilt insbesondere für die Bereiche Elektro, Heizung und Sanitär. Lediglich bei flexiblen Verkabelungen, für die Hohlraumböden oder Doppelböden Verwendung finden, stoßen Altbauten an technische Grenzen. Hierbei handelt es sich jedoch um Notwendigkeiten, die sich primär bei gewerblichen Nutzungen ergeben und in Zukunft aufgrund der Möglichkeiten, Informationen über Funk zu verteilen, wieder an Bedeutung verlieren könnten. Verbesserungen der Ausstattung werden mietrechtlich als Modernisierung bezeichnet.

- Baulicher Zustand der Wohnung

Der bauliche Zustand einer Wohnung bezieht sich auf den Grad der Instandhaltung. So können Fliesen in Bad und Küche aufgrund des Alters unansehnlich, Elektroleitungen brüchig werden und die Fassaden versanden. Der bauliche Zustand einer Wohnung ist jener Aspekt, der vom Anbieter am leichtesten verändert und an die Marktsituation angepasst werden kann. Instandsetzungen werden mietrechtlich nicht als Modernisierung begriffen.

Grundsätzlich lässt sich sagen, dass die dargestellten Eigenschaften von Wohnungen in der Reihenfolge ihrer Nennung zunehmend stärker vom Anbieter beeinflussbar sind.

Abbildung 13: Wohnungssegmente für das Filtering-Modell



Für die spätere Herleitung des Filtering-Modells werden zunächst die unterschiedlichen Qualitätsfaktoren einer Wohnung zu einem Qualitätsindex aggregiert. Ausgehend von der Hypothese, dass die Qualität der Wohnungen im Zeitablauf abnimmt, ist implizit das Baualter einer Wohnung das wesentliche Qualitätsmerkmal.<sup>94</sup> Da Wohnungen mit zunehmendem Alter technisch und wirtschaftlich obsolet werden, wird angenommen, dass die Nachfrage nach neuen Wohnungen größer als die nach älteren ist. Für jedes

<sup>94</sup> Stellvertretend Eekhoff, Wohnungsmarkt, S. 8 f.

Qualitätssegment kann insoweit ein wie in Abbildung 7 dargestelltes Angebots-Nachfrage-Diagramm gezeichnet werden. Hieraus ergibt sich Abbildung 13. Abbildung 13 kann auch global ins Verhältnis zu Abbildung 7 gesetzt werden, indem man die Abszisse umbenennt und hier nicht mehr die Menge, sondern die abnehmende Qualität aufträgt. Dann wird aus der Aggregation der Marktpreise aus Abbildung 13 die Nachfragekurve von Abbildung 7. Weil es nun nicht ein homogenes, sondern ein heterogenes Angebot gibt, stellt sich nicht ein Preis  $p^*$  von Abbildung 7, sondern eine Vielzahl von Preisen in Abbildung 13 ein. Jeder Anbieter erhält jenen Preis, der bei gegebener Nachfrage für sein Qualitätssegment am Markt zu erzielen ist.

Während auch bei der Betrachtung der Flächennutzungsmöglichkeiten die Produzentenrente dem Umsatzvolumen im Markt entspricht, nimmt die Konsumentenrente aufgrund der Heterogenität der Güter in Verbindung mit der Preiselastizität der Nachfrage signifikant ab, sofern es keine preisverzerrenden staatlichen Interventionen gibt.

## 2.4.2 Das Filtering-Modell

Das Filtering-Modell ist die bedeutsamste Ausprägung des güterwirtschaftlichen Ansatzes in der wohnungswirtschaftlichen und wohnungspolitischen Debatte. Ratcliffs Ausführungen<sup>95</sup> bezüglich des Filterns von Wohnungen werden als die historische Wiege der modernen wohnungswirtschaftlichen Argumentation betrachtet.<sup>96</sup> In der deutschen Literatur wird der Begriff des Filtering-Prozesses häufig mit Sickerungsprozess übersetzt.<sup>97</sup> Wenngleich die Begriffe als Synonyme verwendet werden, hat doch der Begriff des Sickerungseffektes eine andere Konnotation, insoweit Sickerungen immer nur nach unten hin stattfinden, wohingegen es gerade Kern des Ansatzes ist, dass Wohnungen auch nach oben „sickern“ können (filtering-up). Wie so häufig in der Geschichte der Ökonomie, ist auch der Kerngedanke nicht neu: Adam Smith beschreibt das 'Filtern' von Gebrauchsgütern bereits im Jahre 1776.

<sup>95</sup> Ratcliff, Economics, S. 302-345.

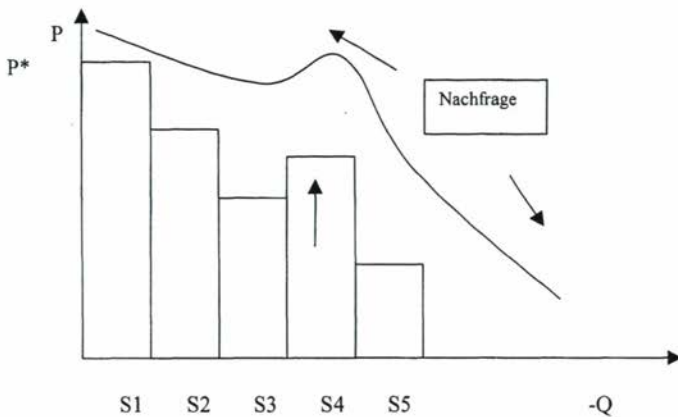
<sup>96</sup> Kühne-Büning, Interdependenzen, S. 125.

<sup>97</sup> z. B. bei Wullkopf, § 2 MHG, S. 5.

Unter Punkt 2.1 wurde die wichtigste Literatur in der Entwicklung des Filtering-Modells erwähnt. Im Folgenden wird in Anlehnung an Eekhoff, dem bedeutendsten deutschen Vertreter dieser Richtung, das Filtering-Modell umrissen.

Auf der Grundlage der Marktsegmentierung können sogenannte Filtering-Effekte dargestellt werden. Kernaussage ist, dass in jedem Marktsegment bedingt durch die Nachfrage, die auf das vorhandene Angebot stößt, ein Gleichgewichtspreis entsteht und angebotene Wohnflächennutzungsmöglichkeiten der jeweiligen Segmente substituierbar sind, so dass es über einen Preismechanismus zu einer Interrelation zwischen den Segmenten kommt. Betrachten wir zunächst den einfachen Fall eines Wohnungsmarktes, der in fünf Segmente unterteilt wird. In Abbildung 13 sei der Wohnungsmarkt aufgrund der gegebenen Nachfrage- und Angebotsstruktur im Gleichgewicht.

Abbildung 14: Reaktion des Wohnungsmarktes auf eine Nachfrageerhöhung im Qualitätssegment S 4



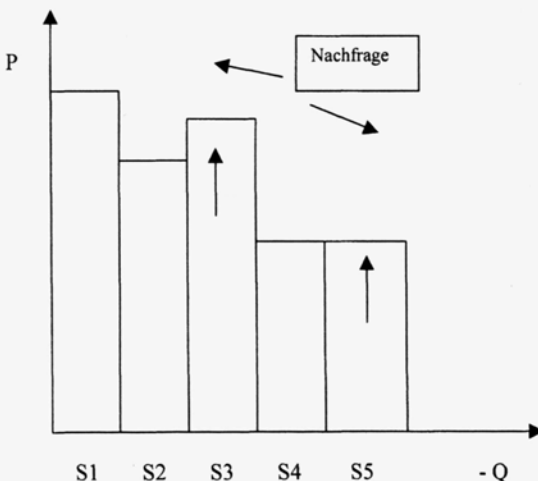
Zu beachten ist, dass aus Abbildung 13 nicht ersichtlich wird, welches Marktvolumen sich hinter jedem Segment verbirgt, ein Datum, das bei einer quantitativen Analyse jedoch große Bedeutung hat. Die Berücksichtigung des Marktvolumens ist gerade für empirische Untersuchungen von besonderem Belang und beinhaltet weder hinsichtlich der Theorie noch seitens der Realisierung Probleme. So kann die Darstellung über ein drei-

dimensionales Diagramm erfolgen, bei der sich die dritte Dimension auf das Marktvolumen bezieht.

Kommt es nun zu einer Nachfragesteigerung in Segment 4 (beispielsweise aufgrund der Eröffnung einer neuen Hochschule und des damit verbundenen Zuzugs von Studenten), so werden zunächst die Preise in diesem Segment steigen, wie aus der Abbildung 14 hervorgeht.

Dass sich die Preise im Segment S4 erhöhen, folgt aus der Logik von Abbildung 7, wobei das Segment S4 für sich genommen wie ein Markt homogener Güter betrachtet wird. Die in Abbildung 14 aufgezeigte Situation ist nicht stabil, weil Nachfrager dieses Segments einen Preis bezahlen müssen, zu dem sie bereits Wohnflächen eines höheren Qualitätsniveaus erhalten könnten. Andere Nachfrager werden aufgrund ihres Budgets sowie ihrer Präferenzen bei diesen Preisen Wohnungen aus dem Segment S5 vorziehen. Es kommt nun zur Interrelation zwischen den Wohnungssegmenten, mit dem Effekt, dass sich zunächst die Preise in den Segmenten S3 und S5 erhöhen. Abbildung 15 verdeutlicht die Lage:

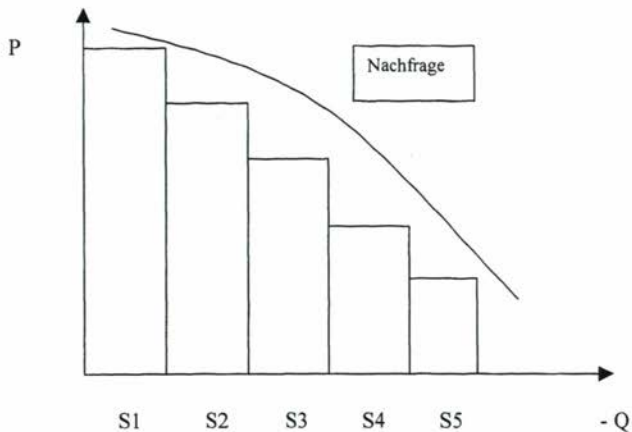
Abbildung 15: Das Filtern der Nachfrage





Auch die Konstellation in Abbildung 15 ist nicht stabil, da hier nunmehr Nachfrager des Segmentes S3 einen höheren Preis entrichten müssen als Nachfrager aus dem Segment S2, obgleich dieses ein höheres Qualitätsniveau aufweist. Die gestiegene Nachfrage filtert also letztlich von Segment S4 bis zu Segment S1 durch, so dass sich schließlich eine Situation ergibt, in der ein neues Preisgleichgewicht in den Segmenten entsteht und zugleich die Preisunterschiede zwischen den Segmenten der jeweiligen Nachfrage entsprechen. Abbildung 16 zeigt die neue Gleichgewichtssituation:

Abbildung 16: Das neue Gleichgewicht nach Abschluss des Filtering-Prozesses



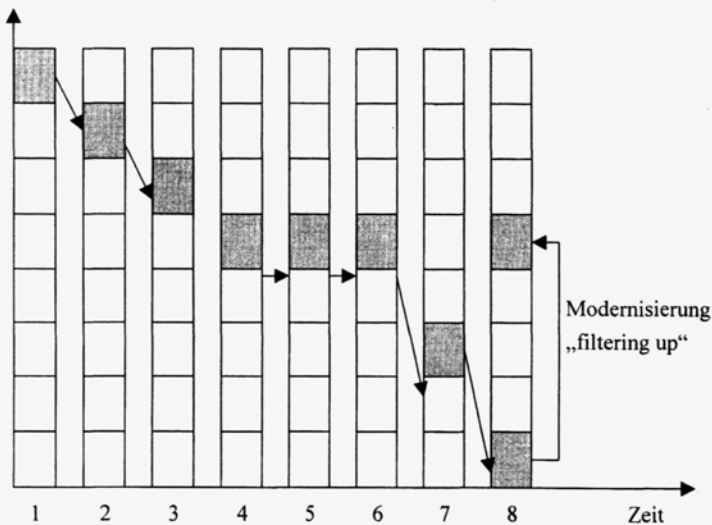
Die in der Abbildung 16 skizzierte Situation entspricht der der Abbildung 13, wobei einzig und allein die Preise in den Segmenten gestiegen sind. Das Angebot hat sich nicht verändert.

Bis zu diesem Zeitpunkt wurde der Filtering-Prozess ausschließlich unter dem Aspekt der Nachfrageänderungen betrachtet. Die volle wohnungspolitische argumentative Kraft entfaltet dieses güterwirtschaftliche Modell jedoch erst unter Einbeziehung von Änderungen des Angebotes. Bei Änderungen des Angebotes muss zwischen dem sogenannten natürlichen Wandel und der seitens der Anbieter veranlassten Veränderung differenziert werden.

Aus der Annahme, dass die abnehmende Qualität von Wohnungen durch das Baualter bedingt sei, folgt, dass die Qualität der einzelnen Wohnungen im Zeitablauf ständig sinkt und die Wohnungen durch die unterschiedlichen Segmente filtern. Dieser Prozess kann mittels verstärkter Instandsetzung aufgehalten und mittels Modernisierung sogar umgekehrt werden. Abbildung 17 zeigt das Filtering von Wohnungen.

Abbildung 17: Das Filtern von Wohnungen

Qualität



Phase 1 bis 4: normales „filtering“

Phase 4 bis 6: verstärkte Instandsetzung: kein „filtering“

Phase 6 bis 8: vernachlässigte Instandhaltung: beschleunigtes „filtering“

Quelle: Eekhoff, Wohnungsmarkt, S. 10.

In Abbildung 17 wird auf die Möglichkeit der Anbieter hingewiesen, Einfluss auf das Angebot der Wohnflächen zu nehmen. So lässt sich zum einen mittels verstärkter Instandhaltung der Prozess des Abnehmens der Qualität der Wohnungen unterbinden, es kann zum anderen durch Aussetzen von Instandhaltungs- und Instandsetzungsmaßnahmen der Prozess beschleunigt werden und es kann drittens die Wohnung in höhere Qualitätssegmente mittels Modernisierungen überführt werden.

Man geht davon aus, dass Anbieter in der Regel versuchen werden, mittels baulicher Maßnahmen (vermehrte Instandsetzung bzw. Modernisierung) oder Unterlassen von baulichen Maßnahmen ihre Wohnungen in das Segment zu überführen, in dem sie die beste Rendite erwirtschaften können. Wenn also das Mietdifferential zwischen einem Qualitätssegment und dem jeweils nächsten Qualitätssegment die für die Transformation der Wohnung notwendigen Aufwendungen, d. h. eine entsprechende Kapitalverzinsung erwarten lässt, werden bauliche Investitionen getätigt und damit wird insgesamt eine Anpassung des Angebots an die Nachfrage vorgenommen.

### 2.4.3 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen unter der Annahme der Heterogenität der Güter

Bei güterwirtschaftlicher Betrachtung von Wohnungsmärkten unter der Annahme heterogener Güter ergibt sich ebenso wie unter der Annahme homogener Güter primär die Forderung nach Liberalisierung des Marktes. Filteringeffekte können nur dann ihre volle Kraft entfalten, wenn Mieter und Vermieter sich frei entscheiden können, in welchen Wohnungssegmenten sie Wohnflächen anbieten bzw. nachfragen wollen. Nur wenn Mieter und Vermieter ungehinderten Zugang zu den verschiedenen Wohnungssegmenten haben, und damit die Vermieter berechtigt sind, ihre Wohnungen von einem niedrigen in ein höheres Qualitätssegment zu überführen, kann der Wohnungsmarkt zu einer effizienten Allokation des Gutes Wohnen gelangen. Ferner müssen die Anbieter berechtigt sein, den jeweiligen Gleichgewichtspreis im Segment vom Mieter zu verlangen.

Die Literatur hat sich dementsprechend auf der einen Seite mit Fragen befasst, wie Hemmnisse<sup>98</sup> der Filteringprozesse (Intransparenz, Mietpreisrecht<sup>99</sup>, Modernisierungsmöglichkeiten etc.) abgebaut werden können und andererseits, wie unter der Prämisse von Filteringprozessen Wohnungsbauförderung zu gestalten ist.<sup>100</sup>

<sup>98</sup> Füllenkemper, Wirkungsanalyse, S. 158.

<sup>99</sup> Sotelo / Waltz, Vergleichsmietensystem, S. 1516 f.

<sup>100</sup> Weissbarth / Thomae, Sickereffekte, S. 28 u. 205.

Für die Funktionstüchtigkeit von Wohnungsmärkten ist dabei das Mietpreisrecht entscheidend. In Deutschland wird das Mietpreisrecht im Miethöhegesetz (MHG) geregelt. Dabei kommt der Möglichkeit des Vermieters, die Miete bei bestehenden Mietverträgen nach § 2 MHG an die „ortsübliche Vergleichsmiete“ anzupassen, eine wesentliche Bedeutung zu. Allerdings ist die richtige Ermittlung der ortsüblichen Vergleichsmiete Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Wohnungsmarkts, weil nur bei Bestehen und Anwendung der richtigen Definition der ortsüblichen Vergleichsmiete Filtering-Prozesse ablaufen können.

Sotelo/Waltz<sup>101</sup> haben dargelegt, dass die Ermittlung der ortsüblichen Vergleichsmiete nur dann zu der notwendigen ökonomischen Knappheitsmiete führt, wenn bei der Ermittlung von einer festen Fluktuationsrate im Wohnungsbestand ausgegangen wird. Wird die ortsübliche Vergleichsmiete aufgrund einer Totalerhebung oder einer diese simulierende Stichprobe gewonnen, so kann es zu Distorsionen kommen, wenn die aktuelle ortsübliche Vergleichsmiete deutlich unter der ökonomischen Knappheitsmiete liegt, weil aufgrund der sich nunmehr ergebenden Konsumentenrenten die Fluktuationsrate abnimmt und die Mieten im Bestand ohne Fluktuationsrate nicht mehr die ortsübliche Vergleichsmiete erreichen können.

In der Literatur<sup>102</sup> wird unter Verwendung wohlfahrtsökonomischer Überlegungen<sup>103</sup> der soziale Wohnungsbau des sogenannten Ersten Förderweges gemäß dem Zweiten Wohnbaugesetz (II. WoBauG) kritisiert. So orientiert sich die vom Mieter zu zahlende Miete weder an der Nachfrage noch an der Mietbelastbarkeit des in den Genuss einer Wohnung gelangenden Mieters, sondern ausschließlich an den bei Erstellung des Gebäudes ursprünglich bewilligten Kosten. Zudem bleibt der Mieter in dem Genuss der günstigen Wohnung (Frage der Miethöhe) und überhaupt der Wohnung (Frage der Zuweisung von Wohnraum) auch dann, wenn er nach Bezug der Wohnung nicht mehr die nötigen Einkommensgrenzen einhält. Es kommt damit zu einer Reihe von sozial als ungerecht empfundenen Situationen, die auch wohlfahrtsmindernd sind und zudem volkswirtschaftlich

<sup>101</sup> Sotelo/Waltz, Vergleichsmietensystem, S. 1513-1523.

<sup>102</sup> Schellhaaß, Wohngeld, S. 12 f.

<sup>103</sup> Schneider, Wohlfahrtstheorie, S. 145-151, Schumann, Wohlfahrtsökonomik, S. 512-520.

insoweit noch weitere Kosten verursachen, als die Mobilität der Mieter aufgrund der individuellen Konsumentenrenten abnimmt. Daher findet die Propagierung der Subjektförderung im Filtering-Modell unter Annahme heterogener Güter ihre theoretische Fundierung.<sup>104</sup>

Auf eine umfassende wohlfahrts- und preistheoretische Begründung der Vor- und Nachteile der einzelnen Förderungen wird in dieser Arbeit verzichtet, weil der güterwirtschaftliche Ansatz insbesondere mittels des optionstheoretischen Ansatzes unter Punkt 5 aber auch mit dem vermögensmarktwirtschaftlichen Ansatz unter Punkt 4 insoweit fundamental kritisiert wird, als zum einen das Angebot an Flächen grundsätzlich preisunelastisch ist und weiter, weil güterwirtschaftlich bedingte Preissignale quantitativ gegenüber den vermögensmarktbedingten völlig untergehen.

Die Anforderungen an die vom Staat zu schaffenden Rahmenbedingungen für den Wohnungsmarkt lassen sich wie folgt formulieren:

- Liberalisierung des Mietrechts einschließlich der Möglichkeit für den Anbieter, die Wohnungen zwischen unterschiedlichen Qualitätssegmenten zu verschieben.
- Liberalisierung des Mietpreisrechts, d. h. die Möglichkeit für den Anbieter, den jeweiligen Gleichgewichtspreis des Segmentes, in dem sich die Wohnung befindet, zu verlangen.
- Schaffung von Markttransparenz.
- Senkung von Transaktionskosten bei Umzug und bei Transformation einer Wohnung in ein anderes Qualitätssegment.

#### Instrumente der Förderung

- Zweckgebundene Transferzahlungen an Haushalte aufgrund des meritorischen Charakters des Gutes Wohnen.
- Förderung als Subjektförderung einkommensstarker Haushalte als Anreiz für Neubau und damit auch Wohneigentum zu schaffen.

<sup>104</sup> Kornemann, Fehlsubventionierung.

- Insgesamt ein Primat der Subjektförderung gegenüber der Objektförderung.

#### 2.4.4 Probleme des Filtering-Modells

Neben der unter Punkt 5 samt Unterpunkten dargelegten Fundamentalkritik an der güterwirtschaftlichen Theorie – welche das Filtering-Modell als wichtigsten<sup>105</sup> güterwirtschaftlichen Ansatz einbezieht –, die letztlich in der optionstheoretisch begründeten Negation der güterwirtschaftlichen These mündet, Nachfrage nach Wohnflächen schaffe über einen Preismechanismus ihr Angebot, gibt es eine Reihe von Kritikpunkten am Filtering-Modell, die im Folgenden Erwähnung finden sollen.

Eine konstitutive Annahme des Filtering-Modells ist, dass sich die Qualität von Wohnungen im Zeitablauf verschlechtert. Wohnungen filtern von Segment zu Segment, bis sie abgerissen werden und eine Neubebauung erfolgen kann, es sei denn dem Prozess des Herunter-Filterns werde mit besonderen Instandsetzungsbemühungen Einhalt geboten oder dieser werde gar mit Modernisierungsmaßnahmen umgekehrt.

Unter Punkt 2.4.1 wurden erstens die Lage, zweitens die Größe, drittens der Grundriss, viertens die Ausstattung sowie fünftens der baulichen Zustand der Wohnung als Determinanten der Nachfrage und damit auch als Kategorien der Qualität erkannt. Empirisch zeigt sich, dass das Baualter zwar teilweise Rückschlüsse auf die Qualität der Grundrisse, der Ausstattung sowie den baulichen Zustand der Wohnung zulässt, es aber letztlich eben doch die oben genannten Eigenschaften sind, welche die Nachfrage bestimmen. Es zeigt sich auch, dass aufgrund von Präferenzen Altbauten wegen ihrer lichten Höhe, der Großzügigkeit der Räume etc. gegenüber vielen Neubauten bevorzugt werden.

So werden derzeit in Berlin Wohnungen aus der Zeit vor der Einführung der preußischen Bauordnung wenig nachgefragt, Wohnungen aus der Zeit von 1890 bis 1914 dagegen sehr, wobei jene aus der Zeit von 1900 bis 1914 besonders beliebt sind. Während

<sup>105</sup> Siehe Eekhoff, Wohnungsmarkt, S. 8.

Wohnungen aus den zwanziger Jahren etwas weniger geschätzt werden, gibt es eine rege Nachfrage nach Wohnungen aus den dreißiger Jahren, was daran liegt, dass letztere über großzügigere Grundrisse verfügen als jene aus den Zwanzigern. Ebenso werden Wohnungen aus den fünfziger und sechziger Jahren nur eingeschränkt angenommen, während Wohnungen aus den siebziger und achtziger Jahren i. d. R. die heutigen Anforderungen und Präferenzen am besten erfüllen. Bei allen Problemen<sup>106</sup>, die Mietspiegel in der Praxis bereiten, ergibt sich die vorgenommene Einschätzung der Nachfrage aus dem Berliner Mietspiegel von 1998. Tabelle 4 zeigt eine verkürzte Darstellung des Mietspiegels, Abbildung 18 stellt die Werte graphisch dar.

Tabelle 4: Auszug aus dem Berliner Mietspiegel

Mietspiegel Berlin 1998			mittlere Wohnlage				
			jeweils mit Bad und SH				
Baujahr	bis	1918-1949	1950-1955	1956-1964	1965-1972	1973-1983	1984-1996
	1918						
bis 40 m <sup>2</sup>	9,42	10,34	6,82	6,54	12,71	13,45	
40 bis 60 m <sup>2</sup>	8,85	7,32	6,73	6,13	9,76	12,63	15,47
60 bis 90m <sup>2</sup>	7,81	6,78	6,62	5,99	7,5	11,63	14,55
über 90m <sup>2</sup>	6,92	7,33	7,08	11,16	12,57	10,29	15,46

Quelle: Das Grundeigentum, Heft 7/1998, S. 412. Die kursiv gedruckten Werte sind nicht repräsentativ.

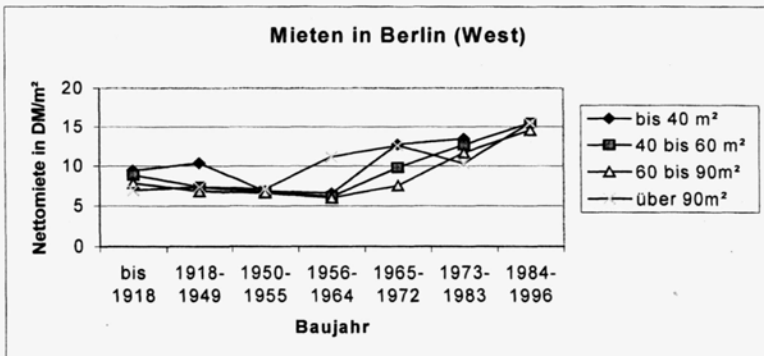
Die Schlussfolgerung lautet, dass das Baualter selbst nicht der Grund für eine bestimmte Bewertung der Fläche durch den Markt ist, sondern dass auf die für die jeweilige Zeit typischen Eigenschaften, bezogen auf die hier genannten Kriterien, rekurriert werden muss. Die Zahlen des Berliner Mietspiegels belegen, dass sich derzeit Wohnungen großer Beliebtheit erfreuen, die in einer Zeit wirtschaftlicher Prosperität entstanden sind und deswegen entsprechend großzügig ausfallen. Das bedeutet, dass es keinen linearen Zusammenhang zwischen dem Baualter und der Qualität von Wohnungen geben kann.

<sup>106</sup> Siehe Sotelo/Waltz, Vergleichsmietensystem, S. 1513-1523 sowie die dort verwendete Literatur.



Während hinsichtlich der qualitätsbestimmenden Faktoren einer Wohnung festgehalten werden kann, dass mit besserer Lage, Ausstattung und Größe die Nachfrage steigt, wäre es jedoch falsch zu sagen, dass mit dem Alter einer Wohnung die Nachfrage sinkt.

Abbildung 18: Mieten nach dem Berliner Mietspiegel in Bezug auf Größe und Baujahr



Quelle: Das Grundeigentum, Heft 7/1998, S. 412.

Unabhängig von der empirischen Evidenz führen auch folgende theoretische Überlegungen zu dem gleichen Ergebnis. Dass die Lagequalität nicht negativ zum Alter der Bausubstanz korrelieren kann, ergibt sich bereits aus dem Umstand, dass nebeneinander stehende Gebäude unterschiedlichen Baualters über eine sehr ähnliche Lagequalität verfügen. Auch besteht keine direkte Kausalität zwischen der Lagequalität und dem Alter der Gebäude. Seit 1826 geht man mit Thünen<sup>107</sup> davon aus, dass eine räumliche Entwicklung und die Qualität von Lagen etwas mit Zentralität zu tun haben, ein Zusammenhang, der auch von der modernen Raum- und Stadtökonomie bestätigt wird.<sup>108</sup> Die Zentralität einer Lage ist aber zunächst unabhängig vom Alter der Bausubstanz. Eher kann umgekehrt angenommen werden, dass zentrale Lagen bereits bebaut sind und insoweit in einer Stadt tendenziell die besseren Lagen über eine eher ältere Bausubstanz verfügen. Die Lagequalität korreliert also nicht negativ mit dem Alter der Bausubstanz. Auch mit Blick auf die Größe einer Wohnung ist es geradezu trivial festzustellen, dass sich diese mit der Zeit nicht verändert. Es ist richtig, dass zu unterschiedlichen Zeiten

<sup>107</sup> Thünen, Staat.

<sup>108</sup> Moses / Williamson, Location, S. 124 f.



verschiedene Wohnungsgrößen vermehrt erstellt worden sind, und dass der Anbieter die Möglichkeit hat, Wohnungsgrößen durch Teilung bzw. Zusammenlegung von Wohnungen zu verändern. Nachfragebezogen könnte argumentiert werden, dass mit der Zeit eine bestimmte Größe der Wohnungen nicht mehr der Nachfrage entspricht und deswegen die Wohnung im Zeitablauf an Qualität abnimmt. Die Zahlen zu Berlin belegen jedoch, dass die Veränderung der Präferenzen bezüglich der Wohnungsgröße nicht linear mit der Zeit verläuft, sondern umgekehrt in bestimmten prosperierenden Zeiten gerade Wohnungen vergangener Epochen hoher Prosperität wieder nachgefragt werden.

Auch Grundrisse verändern sich nicht durch Alterung, doch verändern sich die Präferenzen bezüglich der Grundrisse verhältnismäßig stark, weswegen grundsätzlich angenommen werden könnte, dass bezogen auf diesen Aspekt die Qualität der Wohnung im Zeitablauf abnimmt. Doch ebenso hinsichtlich der Wohnungsgröße auch, kann nicht von einer linearen Relation zwischen dem Baualter und dem Vorziehen eines Grundrisses ausgegangen werden. Schließlich gibt es auch Zusammenhänge zwischen der Größe einer Wohnung und ihrem Grundriss. Die Analyse des Berliner Marktes liefert Indizien dafür, dass Wohnungen jeweils dann nachgefragt werden, wenn die aktuelle Einkommens- und Einkommensverteilungssituation derjenigen des Zeitpunktes der Entstehung der Wohnung nahe kommt.

Wenngleich der technische Fortschritt völlig neue Ausstattungsmöglichkeiten<sup>109</sup> schafft und insoweit neue Wohnungen höherwertiger als ältere sein können, gilt auch hier: Nicht die Qualität der Ausstattung fällt mit dem Zeitablauf ab, sondern die vorhandene Ausstattung wird durch sich wandelnde Präferenzen abgewertet. Wiederum ist die Annahme einer linearen Abnahme der Qualität recht willkürlich. Nicht selten ist es sogar der Fall, dass die Ausstattung älterer Gebäude besser ist als die jüngerer, sofern ihre bauliche Erstellung oder Bewirtschaftung mit hohen Lohnkosten einher geht. So finden sich in vielen Berliner Mietshäusern gehobener Kategorie aus der vorletzten Jahrhundertwende zentrale Staubsauganlagen, die heute i. d. R. nicht mehr benutzt werden, jedoch zumindest technologisch ein hohes Niveau darstellen.

<sup>109</sup> Die Ausstattung ist vom baulichen Zustand einer Wohnung zu unterscheiden. Abnutzungserscheinungen gehören systematisch zum baulichen Zustand, und nicht zur Ausstattung.

Der bauliche Zustand der Wohnung ist im Zweifel die einzige Determinante der Qualität, die mit der Zeit abnimmt. Doch ist auch die Annahme eines linearen Verlaufs letztlich willkürlich, wie bereits die entsprechenden Diskussionen<sup>110</sup> zur Sachwertermittlung und zur notwendigen Abschreibung zeigen.

Insgesamt kann allein aus dem Umstand, dass sich die Lage im Zeitablauf nicht verschlechtert, gefolgert werden, dass die wesentliche Annahme des Filtering-Modells falsch ist: Die Qualität einer Wohnung reduziert sich nicht zwangsläufig mit der Zeit. Es ist sogar möglich, dass die durch den sich verändernden Erhaltungszustand bedingte Qualitätsverschlechterung aufgrund einer Lageverbesserung kompensiert oder gar überkompensiert wird.

Man wird das Filtering-Modell nur für solche Wohnungssegmente zur Anwendung bringen können, die bezüglich jener Eigenschaften, die am wenigsten vom Zeitablauf determiniert werden, homogen sind. Praktisch müsste man beispielsweise für jede Lage eine Marktsegmentierung vornehmen. Zur Analyse der Nachfrage mag dieses Vorgehen sinnvoll sein, doch wird damit die eigentliche Aussage des Filtering-Modells, dass nämlich Nachfrage bis in die obersten Segmente filtert und dort dann zu Neubau führt, wenn die Marktmiete über eine Kostenmiete<sup>111</sup> steigt, konterkariert.

Eine Stadt entwickelt sich üblicherweise zentrifugal, wobei zunächst die Lagen, die aufgrund natürlicher Gegebenheiten (z. B. eine Flussmündung) bebaut werden und dann die Peripherie.<sup>112</sup> Durch Bebauung der Peripherie gewinnen die guten Lagen i. d. R. weiter an Zentralität. Das Filtering-Modell wird diesen einfachen raumökonomischen Grundsätzen nicht gerecht. Möglicherweise liegt die Begründung für die starke Vernachlässigung der stadträumlichen Entwicklung darin, dass das Filtering-Modell zunächst von Ratcliff<sup>113</sup>, einem Amerikaner, entwickelt wurde und die weitere Literatur ebenso im Wesentlichen aus den USA stammt, wobei diese Autoren die nicht-europäische Stadt vor Augen hatten. Wahrscheinlich hat sich das Filtering-Modell aber

<sup>110</sup> Exemplarisch: Simon, Sachwertverfahren, S. 845.

<sup>111</sup> Der Begriff der Kostenmiete wird dabei hier nicht im Sinne der Zweiten Berechnungsverordnung verwendet, sondern im Sinne einer für einen Neubau auskömmlichen Anfangsmiete, die mit dem Zeitablauf steigen kann.

<sup>112</sup> Hotzan, Stadt, für Berlin S. 66.

<sup>113</sup> Ratcliff, Economics, S. 302-345.

auch deswegen durchsetzen können, weil es die wohnungswirtschaftliche Konkretisierung der in der ökonomischen Theorie dominierenden güterwirtschaftlichen Grundvorstellung ist.

Eine weitere Vertiefung der Möglichkeiten, die das Filtering-Modell liefert, sowie der mit diesem Ansatz einhergehenden Probleme erübrigt sich, insofern die Grundannahme, eine Erhöhung der Wohnungsnachfrage führe zu einer Ausweitung des Wohnungsangebots, grundsätzlich falsch ist. Dieses kann als Ergebnis des optionstheoretischen Ansatzes, der unter Punkt 5 sowie den dazugehörigen Unterpunkten Behandlung erfährt, vorweggenommen werden.

Trotz der gemachten Einschränkungen zur Erklärung der Entstehung von Angebot hat das Filtering-Modell zum Verständnis von Nachfrageverhalten seine Berechtigung. Auch sind die sich hieraus ergebenden wohnungspolitischen Handlungsempfehlungen nicht deswegen falsch, weil sie kein Angebot hervorrufen. Schließlich kann eine Beurteilung von wohnungspolitischen Handlungsempfehlungen allein anhand des Kriteriums, ob sie Bestandsausweitungen mit sich bringen, nicht zu einem Pareto-Optimum führen. Vielmehr ist die Beachtung der sich aus dem Filtering-Modell ergebenden und dargestellten Handlungsempfehlungen notwendig, um eine Pareto-optimale Allokation der Wohnflächen unter den Nachfragern zu erreichen.

## **2.5 Zusammenfassung zu den güterwirtschaftlichen Theorieansätzen**

Der Teil 2 der Arbeit befasste sich exemplarisch mit einigen Aspekten der güterwirtschaftlichen Theorien bezogen auf die wohnungspolitische Debatte. Obgleich der güterwirtschaftliche Zugang der dominante Ansatz in der wohnungswirtschaftlichen Literatur ist, ließen sich auch hier bei Überprüfung einige Defizite ausmachen.

In einem ersten Schritt wurde das im Gütermarkt gehandelte Gut – Flächennutzungsmöglichkeit pro Zeiteinheit – definiert, woraus sich die genauen Bestimmungen von Angebot und Nachfrage ergaben. Es wurde die Hypothese aufgestellt, dass das Angebot

zumindest kurzfristig preisunelastisch ist. Mittels Heranziehen der Optionstheorie, die unter Punkt 5 Behandlung erfährt, resultiert, dass das Angebot sich auch mittel- und langfristig preisunelastisch verhält. Die Nachfrage dagegen wurde als preiselastisch und das verfügbare Einkommen als entscheidende Determinante der Nachfrage erkannt. In einem zweiten Schritt ließen sich unter der Annahme der Homogenität des gehandelten Gutes mit einer komparativ-statischen Analyse nunmehr unterschiedliche Marktprozesse analysieren, aus denen sich erste Handlungsempfehlungen ableiteten.

In einem dritten Schritt wurde von der Heterogenität der gehandelten Güter ausgegangen, jedoch wurden Gruppen homogener Gütern gebildet, so dass eine Marktsegmentierung vorgenommen werden konnte. Aufbauend auf dieser These konnte das Filtering-Modell eingeführt werden. Aus dem Filtering-Modell erfolgten eine Reihe von Handlungsempfehlungen, die jene, welche sich aus der These homogener Güter aufstellen ließen, ergänzten. Das Filtering-Modell beruht auf der Hypothese, dass neue Flächen angeboten werden, sofern die Marktmiete in den Wohnungen des höchsten Qualitätssegmentes die auskömmliche Miete für Neubau übersteigt. Gleichfalls postuliert das Filtering-Modell, dass auch im Bestand Investitionen getätigt werden (Instandsetzungen und Modernisierungen) insoweit Marktmieten im jeweiligen Wohnungssegment diese Investitionen ermöglichen.

Die Handlungsempfehlungen, welche sich aus dem Filtering-Modell ergaben, entsprechen im Wesentlichen jenen, die aus der These homogener Güter abgeleitet wurden. Die Forderungen zielen auf eine Marktliberalisierung und eine Schaffung von Transparenz. Wenn sich die Mieten bei Neuvermietungen als auch im Bestand an die jeweilige markträumende Miete anpassen können und Filtering-Prozesse nicht unterbrochen werden, wird zum einen eine effiziente und marktgerechte Allokation des gehandelten Gutes erfolgen und zum anderen das Angebot mittel- bis langfristig die Nachfrage befriedigen. Wohnungsbauförderung legitimiert sich nach der güterwirtschaftlichen Theorie über den meritorischen Charakter des nachgefragten Gutes. Die Subjektförderung erfuhr insbesondere gegenüber der Objektförderung mit dem Filtering-Modell ihre Legitimation.

Unabhängig von der optionstheoretisch begründeten Fundamentalkritik am güterwirtschaftlichen Ansatz wurden Defizite des Filtering-Modells herausgestellt. So erwies sich die These, dass sich die Qualität von Wohnungen im Zeitablauf vermindert, als unhaltbar. Ohne diese Annahme können jedoch Filteringprozesse nicht bis in die Segmente höchster Qualität stattfinden und dort Wohnungsbau initiieren.

### 3 Theorieansätze der betrieblichen Finanzwirtschaft

Beim zuvor behandelten güterwirtschaftlichen Theorieansatz wird der Verkauf von Flächennutzungsmöglichkeiten als der von Gütern betrachtet. Eine Flächennutzungsmöglichkeit wird übergeben indem der Wohnnutzer die Fläche in Besitz nimmt. Diese Inbesitznahme kann rechtlich betrachtet in der Form der Übereignung aufgrund eines Verkaufs oder in der der zeitweiligen Überlassung aufgrund einer Vermietung der Fläche vorgenommen werden. Der güterwirtschaftliche Ansatz unterscheidet nicht zwischen den beiden Formen und erkennt die Unterschiede sowie die Bedeutung der jeweiligen Transaktionsform nicht.

Während auf einer güterwirtschaftlichen Ebene formuliert werden kann, dass ein Investor, der eine Immobilie baut oder kauft und diese vermietet, mit dem Mieter regelmäßige Kaufverträge über die Nutzungsmöglichkeit der Fläche abschließt und erfüllt, muss auf einer finanzwirtschaftlichen Ebene formuliert werden, dass es sich hierbei um eine Kreditbeziehung und damit um ein finanzielles Verhältnis handelt, bei dem der Vermieter dem Kreditgeber, der Mieter dem Kreditnehmer, die Wohnung der Kreditsache und die Miete der Annuität des Kredits entspricht.

Der güterwirtschaftliche Ansatz ist hilfreich, wenn Aussagen über Angebot und Nachfrage gemacht werden sollen. Für weitere Überlegungen muss jedoch zunächst festgestellt werden, dass der Investor als Vermieter die Nutzungsmöglichkeit der Immobilie de facto durch Vermietung und damit Überlassung des Investitionsobjekts verkauft. Der Vermieter übergibt das Kapital (die Immobilie) und der Mieter verpflichtet sich, die Annuitäten (Mieten) zu zahlen. Der Investor muss als Verkäufer von Nutzungsmöglichkeiten die Immobilie dem Mieter überlassen. Der Mieter wird damit rechtlich Besitzer und wirtschaftlich Nutzungsberechtigter der Immobilie.

Während zunächst ein Überblick über die zur Thematik einschlägige wohnungswirtschaftliche Literatur erfolgt, wird anschließend eine finanzwirtschaftliche Analyse der Vermietung vorgenommen. Dann wird ein Finanzierungspostulat zur optimalen Finanzierung aus der Entwicklung der Behandlung der Frage der optimalen Finanzstruktur von Unternehmen erarbeitet, welches schließlich auf wohnungswirtschaftliche Problem-

stellung übertragen wird. Hierauf aufbauend werden wohnungspolitische Instrumente sowie Handlungsempfehlungen für die Gestaltung von Rahmenbedingungen formuliert.

### 3.1 Finanzierungstheoretische Aspekte in der Literatur

Das konsequente und systematische Begreifen von Mietverhältnissen als eine Finanzierungsform ist relativ neu in der Literatur.<sup>114</sup> Der Überblick über die Literatur kann sich daher zum einen auf die zur betrieblichen Finanzwirtschaft und zum anderen auf die wohnungswirtschaftliche Literatur zu jenen Themen beziehen, die von dem finanzierungstheoretischen Ansatz tangiert, aber nicht mit diesem behandelt werden. Ein rudimentärer Überblick über die Literatur zur betrieblichen Finanzwirtschaft erfolgt in Punkt 3.3.

In der wohnungswirtschaftlichen Diskussion findet sich zum einen die Fragestellung, ob es günstiger ist, eine Wohnung zu kaufen oder zu mieten und – damit verbunden – ob es sinnvoll ist, eher Eigentumswohnungen oder eher Mietwohnungen zu subventionieren. Wie hoch politisch dabei die Diskussion ist, zeigt sich beispielsweise bei Mark Kleinmann: „All three countries in this study have been committed for twenty years or more to promoting owner-occupation, albeit via different mechanisms and with different degrees of fervour. The most extreme case is Britain, where an entire politics of owner-occupation has arisen, based around the notion that to be a home owner is closer to a political right than to an informed consumer choice; that cheaper housing in the form of constant or falling house prices is not only undesirable, but actually a threat to economic growth and political stability; and that government, while it no longer has a duty to maintain full employment, or to meet housing needs, nevertheless has an obligation to promote house-price inflation.“<sup>115</sup>

<sup>114</sup> Erstmals bei Sotelo, *Mieten oder Kaufen*, S. 679-684; eine Anwendung auch bei Bülow/Sotelo, *Mietincentives*, S. 354-356.

<sup>115</sup> Kleinmann, *Welfare*, S. 4 f.

Wohneigentum wird als politisches und zugleich identitätsstiftendes Thema erkannt. Mit soziologischen und politischen Aspekten des selbstgenutzten Wohneigentums beschäftigt sich Gurney<sup>116</sup>. Clark, Deurloo und Dielemann<sup>117</sup> befassen sich in einer deutsch-amerikanischen Vergleichsstudie mit Faktoren, die zu selbstgenutztem Wohneigentum führen sollen. Dabei wird auch die sich stets wiederfindende Thematik des Verhaltens von Schwellenhaushalten und jungen Familien betrachtet. Für das Gutachten der Expertenkommission leistete zu dieser Thematik Homburg<sup>118</sup> die Vorarbeiten und erkennt dabei nicht den Finanzierungscharakter der Vermietung. Sotelo<sup>119</sup> identifiziert erstmals systematisch die Vermietung als Finanzierung.

Jones<sup>120</sup> entwickelt ein Modell zur Erklärung der Wahl der Transaktionsform für die Fläche (Miete/Kauf) und zieht als eine entscheidende Determinante das erwartete Einkommen der Nutzer heran, ein Ansatz, der in der Tradition von Friedman<sup>121</sup> und seiner Auffassung der Nachfrage aufgrund eines gegebenen Humankapitals steht und die Transaktionsform nicht als Finanzierungsform erkennt. Damit befindet sich Jones in einer Linie mit Artle und Varaiya<sup>122</sup>, die auch das Phänomen Wohneigentum als Konsumgut betrachten, dessen Nachfrage in Abhängigkeit vom Lebenszyklus des Konsumenten gesehen wird. Ebenso stellen Henderson und Ioannides<sup>123</sup> die Lebensphase des Konsumenten als primäre Determinante für die Miet- bzw. Kaufentscheidung von Wohnungen heraus.

Elia Werczberger<sup>124</sup> untersucht den Schweizer Wohnungsmarkt als einen jener Märkte, der in einer der reichsten Volkswirtschaften der Welt trotz Mietpreisregulierung einen äußerst geringen Anteil an selbstgenutztem Wohneigentum aufweist. Den Grund hierfür sieht Werczberger primär in der steuerlichen Investitionsgutlösung für Wohnungen in

<sup>116</sup> Gurney, Home Ownership, S. 1705-1722 und Gurney, Home Ownership II, S. 163-183.

<sup>117</sup> Clark/Deurloo/Dielemann, Home-Ownership, S. 7-19.

<sup>118</sup> Homburg, Staatseingriffe.

<sup>119</sup> Sotelo, Mieten oder Kaufen, S. 679-684.

<sup>120</sup> Jones, Housing Tenure, S. 50-73.

<sup>121</sup> Woll, Volkswirtschaftslehre, S. 271.

<sup>122</sup> Artle/Varaiya, Homeownership, S. 38-58.

<sup>123</sup> Henderson/Ioannides, Consumer, S. 212-230.

<sup>124</sup> Werczberger, Home Ownership, S. 337-353.



der Schweiz.<sup>125</sup>

Ein weiteres, relativ neues Thema in der Literatur ist der Versuch, neoinstitutionalistische Ansätze als Analyseinstrumente in die Debatte einzuführen. Jaffe<sup>126</sup> sowie Jaffe und Louziotis, Jr.<sup>127</sup> versuchen einen ersten Einstieg in die Zusammenhänge zwischen Transaktionskostenökonomie einerseits und dem Property-Right-Ansatz sowie Wohnungs- und Immobilienmärkten andererseits und formulieren entsprechende Forschungsprogramme. Andere Autoren wie Benjamin, Lusht und Shilling<sup>128</sup> wenden einzelne Theorieansätze auf Fragestellungen aus der Vermietung von Wohnungen an. Sotelo<sup>129</sup> wendet neoinstitutionalistische Überlegungen auf das deutsche Mietrecht an und Alemann Lain und Sotelo<sup>130</sup> unternehmen dies mit dem spanischen Wohnungsmietrecht.

Benjamin, Lusht und Shilling<sup>131</sup> untersuchen die Frage der Kautionshinterlegung bei Mietverträgen im Verhältnis zur Miethöhe unter Einbeziehung der Annahme opportunistischen Verhaltens von Vermietern sowie einer asymmetrischen Informationsverteilung über das Risiko, welches Mieter und Vermieter jeweils für den Vertragspartner darstellen. Letztlich wird in dieser Arbeit die Vermietung bereits implizit als Kreditbeziehung begriffen.

Miceli<sup>132</sup> gestaltet ein Modell zur Formulierung guter rechtlicher Rahmenbedingungen für den Wohnungsmietmarkt am Beispiel der Instandhaltung der Wohnungen und unter Rückgriff auf neoinstitutionelle Konzepte wie jenen des Moral Hazard. Auch Homburg<sup>133</sup> verwendet neoinstitutionalistische Ansätze zur Untersuchung des deutschen Kündigungsschutzes.

<sup>125</sup> Bei der steuerlichen Behandlung von selbstgenutztem Wohneigentum wird zwischen der Investitions- und der Konsumgütlösung unterschieden. Bei der Konsumgütlösung wird die Wohnung wie ein Konsumgut behandelt, d.h. dass grundsätzlich weder Aufwendungen noch kalkulatorische Erträge steuerlich berücksichtigt werden, während bei der Investitionsgütlösung die Wohnung steuerlich wie ein Investitionsgut behandelt wird und demzufolge sowohl Aufwendungen wie auch die kalkulatorischen Erträge (mietfreies Wohnen) steuerlich berücksichtigt werden.

<sup>126</sup> Jaffe, Role, S. 425-434.

<sup>127</sup> Jaffe/Louziotis, Jr., Institutional Factors, S. 137-159.

<sup>128</sup> Benjamin/Lusht/Shilling, Moral Hazard, S. 309-329.

<sup>129</sup> Sotelo, Mietrecht, S. 84-87.

<sup>130</sup> Aleman Lain / Sotelo, Duración, S. 1-5.

<sup>131</sup> Benjamin/Lusht/Shilling, Moral Hazard, S. 309 ff..

<sup>132</sup> Miceli, Rental Housing, S. 15-24.

<sup>133</sup> Homburg, Tenant Protection, S. 464-474.

## 3.2 Finanzwirtschaftliche Analyse der Transaktion von Flächen- nutzungsmöglichkeiten

Die Beziehung zwischen Mieter und Vermieter stellt eine der Finanzierung der Immobilie selbst vorgelagerte finanzielle Ebene dar. Die Identifizierung unterschiedlicher Finanzierungsebenen bei der Nutzung einer Fläche mittels einer Vermietung ist eine relevante und neue Betrachtungsweise in der wohnungswirtschaftlichen Diskussion.

In einem weiteren Schritt wird gezeigt, dass die Fragestellung der Vermietung bzw. des Verkaufes der Fläche nicht irrelevant ist, dass vielmehr die Vermietung als eine Fremdfinanzierung der Nutzung zunächst günstiger als der Erwerb der Fläche durch den Nutzer (Eigenfinanzierung auf einer ersten Ebene) ist. Hieran schließt sich die Behandlung der Frage an, wieso einige Flächen in der Form des Eigentums übergeben werden bzw. welche Kriterien für eine Fremd- bzw. Eigenfinanzierung der Nutzung einer Fläche entwickelt werden können. Hierzu wird auf Theorien der betrieblichen Finanzwirtschaft zur Frage der optimalen Finanzstruktur von Unternehmen zurück gegriffen.

### 3.2.1 Mietverträge als Kreditverträge

Mietverträge können als Kreditverträge begriffen werden, bei denen der Vermieter der Kreditgeber, der Mieter der Kreditnehmer, die Wohnung die Kreditsache und die Miete die Annuität des Kredites sind. Kreditverträge sind standardisierte Fremdfinanzierungsformen. Eine Finanzierung kann zunächst als eine Zahlungsreihe verstanden werden, die mit einer Einzahlung beginnt und der Auszahlungen folgen.<sup>134</sup> Mit dieser Betrachtung wird die Grundlage der klassischen und neoklassischen Finanzierungstheorie gelegt. Darüber hinaus kann eine Finanzierung auch als (standardisiertes) Rechtsinstitut begriffen werden, welches Zahlungsansprüche, Informations- und Mitbestimmungsrechte regelt.<sup>135</sup> Hieraus erwächst die neoinstitutionalistische Betrachtungsweise. Bedeutsam für

<sup>134</sup> Drukarczyk, Finanzierung, S. 1.

<sup>135</sup> Drukarczyk, Finanzierung, S. 1 f.

eine Fremdfinanzierung ist die Sicherung des Kreditgebers.<sup>136</sup> Ein Kreditvertrag ist eine standardisierte Finanzierungsform, bei der i. d. R. eine feste Verzinsung vereinbart wird und die zudem häufig gesichert ist.

Der Vermieter, der zum Verkauf der Nutzungsmöglichkeiten der Fläche dem Mieter Besitz an der Fläche verschaffen muss, hat zwar gegenüber dem Mieter rechtlich gesehen einen Anspruch auf Bezahlung der verkauften Nutzungsmöglichkeiten, somit auf Mietzahlung, doch handelt es sich hierbei nur um einen schuldrechtlichen Anspruch, wirtschaftlich betrachtet um eine Forderung, die der Mieter erfüllen soll, die für den Vermieter aber zunächst mit einem Kreditrisiko verbunden ist. Schließlich erhält der Mieter das Gut – die Flächennutzungsmöglichkeit pro Zeiteinheit – einstweilen auch dann, wenn er die Miete nicht bezahlt. Neben dem Mietzahlungsrisiko hat der Vermieter noch ein Tilgungsrisiko. So kann der Mieter die Mietsache so behandeln, dass diese übermäßig an Wert verliert bzw. Aufwendungen (Renovierungen und Sanierungen) nötig werden, um den ursprünglichen Wert wiederherzustellen.

Ogleich die kreditwirtschaftlichen Aspekte der Vermietung aus Alltagserfahrungen hinlänglich bekannt sind – der Mieter wird vor Vertragsabschluss einer Bonitätsprüfung unterzogen und muss Sicherheiten leisten, die Annuitäten, d. h. die Mieten werden zur besseren Beobachtung der Zahlungswilligkeit und -fähigkeit monatlich und nicht jährlich überwiesen etc. –, ist das Begreifen des Mietvertrages als Kreditvertrag nicht trivial, hat allerdings bislang nur völlig unzureichend Eingang in die wohnungswirtschaftliche Literatur gefunden. Dies zeigt sich insbesondere auch an einer weiteren Konsequenz des Ansatzes, der im folgenden Abschnitt Behandlung erfährt.

---

<sup>136</sup> Drukarczyk, Insolvenz, S. 23 f.

### **3.2.2 Zwei Ebenen der Finanzierung: Finanzierung der Nutzung und der Erträge einer Immobilie**

Wenn ein Mietverhältnis als Kreditbeziehung erfasst wird, so impliziert dies auch die Betrachtung der Mietbeziehung als eine Finanzierung. In der Literatur<sup>137</sup> wird unter der Thematik Immobilienfinanzierung regelmäßig die (Re-) Finanzierung der Erträge von Immobilien behandelt, d. h. die Finanzierung der Immobilien auf der Grundlage der vorhandenen Erträge. Selbstverständlich kommt es zu diesen nur, wenn und weil Nachfrager einer Fläche einen Nutzen erhalten, für den sie bereit und in der Lage sind eine Zahlung zu leisten (Aspekt der Nachfrage) und andererseits verschiedene Nutzer bezogen auf Flächen – zwischen denen diese substituieren können – miteinander im Wettbewerb stehen (Aspekt des Angebots).

Für die weitere Analyse ist die Finanzierung der Nutzung von der Finanzierung der Erträge der Nutzung zu unterscheiden. Hierbei handelt es sich um zwei unterschiedliche Ebenen der Finanzierung. In der Literatur wird ausschließlich die Finanzierung der Erträge der Nutzung gemeint, wenn von Immobilienfinanzierung die Rede ist.

So kann ein Mietshaus auf verschiedene Weise finanziert werden. Eine traditionelle Finanzierung wäre neben den notwendigen Eigenmitteln der Einsatz von Fremdmitteln. Fremdmittel können beispielsweise in Form eines mit einer Grundschuld abgesicherten Darlehens dargestellt werden. Andere Finanzierungsformen sind offene oder geschlossene Fonds.

Alle diese Finanzierungen sind Objektfinanzierungen, die auf den Ertrag der Nutzung abstellen. Bei der Objektfinanzierung stellt der Gläubiger primär auf die Ertragskraft sowie die Verwertbarkeit des finanzierten Objektes ab; Beispiele hierfür sind der Realcredit oder der geschlossene Immobilienfonds. Objektfinanzierung bedeutet, dass der Finanzier wirtschaftlich betrachtet in das Objekt investiert. Der Finanzier wird

<sup>137</sup> Im deutschsprachigen Raum z. B.: Kühne-Büning/Heuer (Hrsg.), Grundlagen, S. 399; Schulte/Leopoldsberger/Schaubach/Vaaßen/Walker, Immobilienfinanzierung, S. 449 ff.; Köppler, Wohnungsbaufinanzierung, S. 448 ff. bzw. im englischsprachigen Raum stellvertretend Balchin/Isaac/Rhoden, Finance, S. 96 ff. und Jaffe/Sirmans, Fundamentals, S. 217 ff.

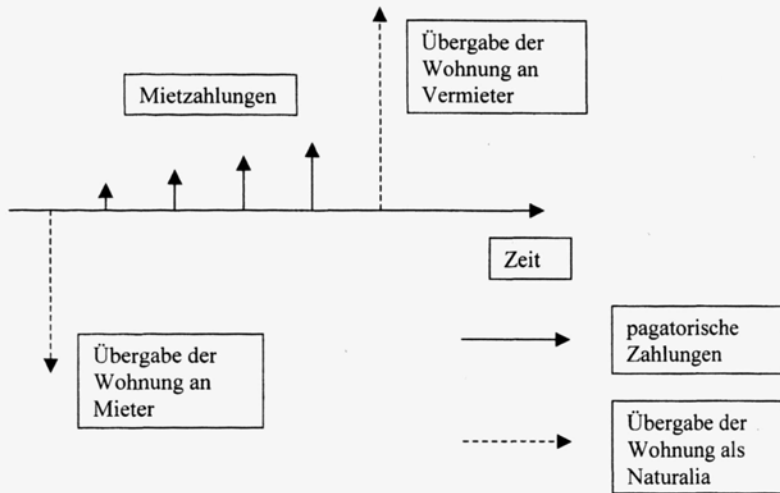
Stakeholder der Immobilieninvestition, auch wenn er aufgrund der vereinbarten Partenteilung eine andere Risiko-/Ertrags-Struktur hat als der mit Eigenkapital Investierende. Der Begriff der Objektfinanzierung ist durch den Begriff der Subjektfinanzierung zu ergänzen. Bei jener stellt der Gläubiger auf die Bonität des Schuldners ab. Beispiel: Unternehmensfinanzierung oder privater Ratenkredit. Bei der Unternehmensfinanzierung stellt die Bank auf das Unternehmen insgesamt ab, welches einen Cash-Flow erwirtschaftet. Zu einer Subjektfinanzierung kann es kommen, wenn der erwartete Cash-Flow mit hinreichender Wahrscheinlichkeit die Bedienung des Kredites sichert.

Diese Immobilienfinanzierungen haben einen anderen Ansatzpunkt als jene Finanzierungen, welche sich bei der Vermietung einer Fläche ergeben. Während die bekannten o. g. Objektfinanzierungen auf den Ertrag der Nutzung abstellen und insoweit eine Partei an dem Vermögensgegenstand sind, der sich aus den Erträgen erwirtschaftet, ist jene Finanzierung, die die Vermietung darstellt, dem eine Stufe vorgelagert, als sie nicht den Ertrag der Nutzung, sondern die Nutzung selbst finanziert.

Die Finanzierung der Nutzung lässt sich recht gut anhand eines Zahlungsstrahls erläutern. Dabei muss zu diesem Zweck zunächst auf den Zahlungscharakter von Investitionen und Finanzierungen zurückgegriffen werden (neoklassischer Ansatz), wonach eine Investition als eine Zahlungsreihe verstanden werden kann, die mit einer Auszahlung beginnt, der Einzahlungen folgen, während eine Finanzierung spiegelbildlich als eine Zahlungsreihe begriffen wird, die mit einer Einzahlung beginnt, der Auszahlungen folgen.<sup>138</sup> An der Form der Übergabe des Kapitalbetrags definiert sich der Unterschied der Finanzierungsebenen: Eine Finanzierung ist eine auf der ersten Ebene, wenn der Kapitalbetrag als Naturalia übergeben wird und dann eine solche auf der zweiten Ebene, wenn der Kapitalbetrag in Form finanzieller Mittel überreicht wird. Dann entspricht der Einzahlung bei der Vermietung einer Fläche als Finanzierung aus Sicht des Mieters die Übergabe der Mietsache an den Mieter. Dieser Einzahlung für den Mieter folgen Auszahlungen in Form von Mietzahlungen. Am Ende der finanziellen Beziehung folgt die Rückzahlung in Form der Rückgabe der Mietsache an den Vermieter.

<sup>138</sup> Auch für andere: Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 19 f.

Abbildung 19: Finanzierung und Vermietung als Zahlungsstrahl



Alle „Zahlungen“ auf dem Zahlungsstrahl haben dabei realen Charakter. Während die jeweilige Übergabe nicht einmal eine pagatorische Zahlung ist, stellen die Mieten zwar pagatorische Zahlungen dar, sind aber nicht in ihrer nominellen Höhe vorab festgelegt, sondern werden als reale Größe monetär güterwirtschaftlich nach Angebot und Nachfrage determiniert.

Die Anmietung einer Fläche durch einen Nutzer kann finanzierungstheoretisch als eine Fremdfinanzierung der Nutzung durch den Vermieter begriffen werden. Analog kann der käufliche Erwerb der Fläche durch den Nutzer selbst als eine eigenkapitalähnliche Finanzierung der Nutzung der ersten Ebene verstanden werden insoweit der Nutzer zugleich Eigentümer der Naturalie ist.

Ein Beispiel mag nochmals den Unterschied zwischen der Finanzierung der ersten und zweiten Ebene verdeutlichen: Ein Mieter bewohnt eine möblierte Wohnung, die einer Privatperson (Vermieter) gehört, welche die Wohnung gekauft und sie zu 60 % mit einer Hypothek und zu 40 % aus eigenen Mitteln finanziert hat. Dann finanziert der Vermieter die Nutzung des Mieters auf der ersten Ebene zu 100 % und die Bank (re-)finanziert den Vermieter auf der zweiten Ebene zu 60 %. Die Nutzung wird in diesem

Fall zu 100 % mittels der Vermietung fremdfinanziert, während die Erträge der Nutzung zu 60 % mit Fremd- und zu 40 % mit Eigenkapital finanziert werden.

Alternativ nehmen wir an, ein Nutzer habe sich eine möblierte Wohnung gekauft und diese zu 60 % über eine Hypothek finanziert. Dann finanziert sich der Nutzer auf der ersten Ebene zu 100 % selbst (Eigenfinanzierung) und refinanziert sich auf der zweiten Ebene teilweise über Fremdmittel (zu 60 %) und teilweise über Eigenmittel (zu 40 %).

Es scheint sich so zu verhalten, dass auf der ersten Ebene die Finanzierung jeweils entweder zu 100 % aus einer Fremdfinanzierung (im Fall der Anmietung der Fläche) oder die Finanzierung zu 100 % aus einer Eigenfinanzierung besteht (im Fall des Ankaufs der Fläche durch den Nutzer).

Beziehen wir in unsere Überlegungen ein – wie bereits unter Punkt 2.2 beim güterwirtschaftlichen Ansatz beschrieben –, dass der Nutzer einer Wohnung erst dann einen Nutzen erhält, wenn die Wohnung bewirtschaftet wird und darüber hinaus auch eingerichtet ist, so stellen wir fest, dass die gemietete Wohnung allein gar nicht den gewünschten Nutzen stiften kann, dass also eine Anmietung insoweit i. d. R. auch nicht eine 100-prozentige Fremdfinanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene sein kann. Schließlich wird der Mieter eine Fülle von Investitionen in der Wohnung vornehmen, die unabdingbar für die Nutzbarkeit sind und die auf der ersten Ebene mit Eigenmitteln finanziert werden. Betrachtet man also die nutzbare und damit bewirtschaftete und eingerichtete Wohnung als das auf erster Ebene zu finanzierende Objekt, so ist zu konstatieren, dass es praktisch keine hundertprozentige Finanzierungen auf der ersten Ebene gibt, ein Zwischenergebnis, welches auch die Plausibilität dahingehend wieder herstellt, insofern auch auf der zweiten Ebene echte hundertprozentige Fremdfinanzierungen als Objektfinanzierung recht selten zu beobachten sind.

Da der Kapitalbetrag der Finanzierung auf der ersten Ebene natural übergeben wird und keine Zahlungen beobachtet werden können, kann sich der Anteil der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene auch nicht aus pagatorischen Zahlungen ergeben, sondern entspricht jenem Anteil des für die Nutzung notwendigen Kapitalwerts, der vom Vermieter übergeben wird. Je mehr die vom Vermieter übergebene Wohnung bereits nutzbar ist,



desto höher ist der Anteil der Fremdfinanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene. Gängigerweise werden unmöblierte Wohnungen vermietet, so dass der Anteil der Fremdfinanzierung der Nutzung bereits aus diesem Umstand heraus stets weit unter 100 % liegt. Die Frage, ob der Vermieter die Wohnung komplett renoviert oder die Wohnung dem Mieter ohne geleistete Schönheitsreparaturen etwas preiswerter übergibt, entpuppt sich als Frage nach dem Anteil der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene. Ist die Wohnung renoviert, so ist der Anteil der Fremdfinanzierung der Nutzung höher, als wenn sie unrenoviert vermietet wird. Aufgrund des mit dem höheren Finanzierungsvolumen verbundenen zusätzlichen Risiko, wird auch die verlangte prozentuale Verzinsung steigen.<sup>139</sup>

Die Bestellung eines Erbbaurechts kann als eine Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene verstanden werden, die jedoch, gerade wenn es sich beispielsweise um unbebaute, für eine Nutzung noch zu bebauende Grundstücke handelt, nur einen geringen Anteil am Gesamtfinanzierungsvolumen auf der ersten Ebene ausmacht. Am Erbaurecht erkennt man, dass es weitere Finanzierungsformen auch der ersten Finanzierungsebene geben kann. Auch die Untervermietung einer Wohnung kann als eine weitere Finanzierungsform der ersten Ebene begriffen werden.

Während der Anteil von Eigen- und Fremdmitteln auf der zweiten Ebene an der Finanzierung selbst ablesbar ist – monetäre Betrachtungsweise –, erschließt sich der Finanzierungsanteil auf der ersten Ebene über die Betrachtung des Finanzierungsgegenstandes im Verhältnis zum Gesamtwert der nutzbaren Fläche. Die Finanzierung auf der ersten Ebene ist nicht monetär zu begreifen, wohl aber als eine solche mit realen Größen. Im Ergebnis zeigt sich also, dass bei der Finanzierung auf der ersten Ebene ebenso wie bei der auf der zweiten jede denkbare Kombination aus Eigen- und Fremdmitteln möglich ist.

Für die Argumentation von höchster Relevanz ist die Frage der Austauschbarkeit der Finanzierungen zwischen erster und zweiter Ebene. Wären die Finanzierungen zwischen

<sup>139</sup> Dass die Frage, ob eine Wohnung renoviert vermietet wird, eine Frage des Fremdfinanzierungsanteils auf der ersten Ebene ist, bedeutet nicht, dass nicht auch andere Faktoren dieses mitbestimmen können. So kann beispielsweise angenommen werden, dass der Vermieter in der Regel komparative Vorteile bei der Erbringung der Renovierung hat.



der ersten und der zweiten Ebene austauschbar, dann würde die Frage der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene nicht von Bedeutung sein, insoweit über die Refinanzierung auf der zweiten Ebene jede beliebige Finanzierung im Produkt dargestellt werden kann. Beispielsweise könnte argumentiert werden, dass eine Finanzierung auf der ersten Ebene mit 100 % FK und auf der zweiten Ebene mit 100 % EK einer Finanzierung mit 100 % EK auf der ersten Ebene und 100 % FK auf der zweiten Ebene entsprechen sollte.

Wenngleich selbstverständlich Zusammenhänge zwischen den Ebenen der Finanzierung dahingehend bestehen, dass ähnliche Determinanten die Höhe der möglichen maximalen Fremdfinanzierung bestimmen, gibt es doch eine Reihe von Gründen, die die Austauschbarkeit der Finanzierungen auf der ersten und der zweiten Ebene einschränken und damit die relevante Eigenständigkeit der beiden Ebenen unterstreichen.

Eine Begründung der Eigenständigkeit und damit der nur bedingten Austauschbarkeit der Finanzierungen zwischen der ersten und der zweiten Ebene folgt bereits aus dem realen Charakter der Finanzierung auf der ersten im Gegensatz zur monetär bezogenen Finanzierung auf der zweiten Ebene. So können Finanziers, welche auf der zweiten Ebene finanzieren (typischerweise Banken), nur die monetären Mietzahlungen für die Bedienung ihrer Kredite heranziehen. Regelmäßig und gerade in einem inflationären Umfeld werden Immobilien jedoch höher bewertet als der sich aus dieser Betrachtung ergebende Beleihungswert.

Die Differenz zwischen dem Verkehrs- und dem Beleihungswert einer Immobilie resultiert neben den jeweiligen bewertungsrelevanten Objekt- und Marktrisiken im Wesentlichen aus den unter Punkt 4.2 beschriebenen non-pekuniären Erträgen der Immobilie.<sup>140</sup> Während die non-pekuniären Erträge<sup>141</sup> einer Immobilie auf der zweiten Ebene nicht fremdfinanziert werden können, stellt sich dieses Problem aufgrund des realen Charakters der Finanzierung auf der ersten Ebene erst gar nicht. Der Eigentümer kann und will

<sup>140</sup> Zum Thema der korrekten und damit originären Ermittlung von Beleihungswerten siehe Kerl, Hypothekarkredit, S. 37-46; Kleiber, Verkaufswert, S. 200-204; Vogel, Verkehrswert, S. 660 ff.; Rüchardt, Verkaufswert, S. 550-557 und Sotelo, Beleihungswertermittlung, S. 650-656 sowie die dort verwendete Literatur.

<sup>141</sup> Der Begriff der non-pekuniären Erträge nach Riese, Inflation, S. 23 und S. 53 f. und Riese, Geld, S. 11 f. Eine genaue Darstellung erfolgt unter den Punkten 4.1 und 4.2.

zur Vernichtung von Inflationsänderungsrisiken – sonst käme es im Aggregat nicht zu entsprechenden Verkehrswerten – die non-pekuniären Erträge erhalten und damit auch refinanzieren. Der Fremdkapitalgeber kann auf der zweiten Ebene die non-pekuniären Erträge schon deswegen nicht refinanzieren, weil diese Erträge *sui generis* dem Eigentümer und damit dem Eigenkapitalfinanzier auf der zweiten Ebene zustehen. Schließlich erhält dieser aufgrund der vereinbarten Partenteilung die inflationsbedingte Wertsteigerung der Immobilie.

Ein zweites Argument für die fehlende Austauschbarkeit der Finanzierungen auf der ersten und zweiten Ebene ist informationsökonomischer Natur. Es kann angenommen werden, dass die Vermieter von Wohnungen mehr Information über Marktpreise bei Mieten haben als die Finanziers auf der zweiten Ebene. Letztere brauchen zur Einschätzung einer Fläche den beobachtbaren Mietertrag. Hieraus ergibt sich, dass die Finanziers lieber die Erträge als die Nutzung finanzieren, wodurch wiederum die Finanzierung auf der ersten und der zweiten Ebene nicht austauschbar sein kann und damit die Unterscheidung relevant ist.

Ein drittes Argument schließt sich dem zweiten an. Die Finanziers auf der zweiten Ebene benötigen einen beobachtbaren Mietertrag nicht nur aufgrund der eingeschränkten Marktkennntnis über die zu erzielende Höhe des Mietertrages und dem sich hieraus ergebenden Ertragswert, sondern auch, weil das Maß der Vermietbarkeit einer Fläche auch Aussagen über das Maß der Drittverwendungsfähigkeit der Fläche beinhaltet, eine für die auf der zweiten Ebene finanzierende Bank entscheidende Information, welche sie, wenn sie den Kauf der Fläche durch den Nutzer selbst finanziert, nicht erhält. Die Höhe der Miete im Verhältnis zum Verkehrswert der Immobilie gibt schließlich auch Auskunft über ihre Drittverwendungsfähigkeit.<sup>142</sup>

Die Vermietung ist als Finanzierung auf der ersten Ebene in der Regel eine Objektfinanzierung und keine Subjektfinanzierung. Der Vermieter übergibt zwar den Besitz der Fläche, bleibt aber zu jedem Zeitpunkt Eigentümer derselben. Die Vermietung ist nur bis zu dem Betrag eine Subjektfinanzierung, welcher nötig ist, um den Besitz an der

<sup>142</sup> Die Bedeutung dieses dritten Arguments erschließt sich vollständig erst über die Argumentation unter Punkt 3.3 sowie den dazugehörigen Unterpunkten.

Mietsache zurückzuerhalten und in den ursprünglichen, vertragsgerechten Zustand zurückzusetzen. Dieser Betrag ist i. d. R. im Verhältnis zum gesamten Finanzierungsvolumen recht gering, wie Folgendes numerische Beispiel belegt:

Annahmen:

- Vermietung einer Wohnung mit 60 m<sup>2</sup> zu 12 DM/m<sup>2</sup> nettokalt
- Nebenkosten: 4 DM/m<sup>2</sup>
- Wert der Wohnung: 15-fach der jährlichen Nettomiete
- Zeit bis zur Räumung bei Zahlungsverzug: 12 Monate
- Maximale Kosten der Renovierung: 150 DM/m<sup>2</sup>

Finanzierungsvolumen:

DM 129.600,- (60 m<sup>2</sup> x 12 DM/m<sup>2</sup> x 12 x 15)

Maximaler Mietausfall (Worst-Case-Betrachtung)

DM 11.520,- ((12 DM/m<sup>2</sup> + 4 DM/m<sup>2</sup>) x 60 m<sup>2</sup> x 12)

Maximale Verschlechterung der Mietsache (Worst-Case-Betrachtung)

DM 9.000,- (150 DM/m<sup>2</sup> x 60 m<sup>2</sup>)

Bei einer Worst-Case-Betrachtung beträgt der maximale Verlust weniger als 20 % des Finanzierungsvolumens. Wenngleich bei der Vermietung einer einzelnen Wohnung ein Vermieter Ungewissheit über das Verhalten des Mieters haben mag, werden professionell handelnde Vermieter die Unsicherheit statistisch erfassen und als Risiko formulieren können, welches quantitativ deutlich unter dem Wert der Worst-Case-Betrachtung liegen wird.<sup>143</sup> Allein die Vermietung der unrenovierten Wohnung halbiert praktisch nochmals jenen Betrag, mit dem sich der Vermieter im Risiko befindet. Die Vermietung ist als Finanzierung auf der ersten Ebene im Wesentlichen als Objektfinanzierung zu begreifen. Sie kann darüber hinaus aufgrund der Eigenschaften einer Wohnung eine

<sup>143</sup> Zu den Begriffen der Ungewissheit und des Risikos siehe Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 98.

Subjektfinanzierung werden.

Die alternativ zur Begrifflichkeit der Objekt- und Subjektfinanzierung von Perridon/Steiner<sup>144</sup> verwendeten Termini der partiellen versus der globalen bzw. totalen Finanzierung sind insoweit nur bedingt sinnvoll, als hier der Aspekt der Absicherungsmöglichkeit des Finanziers über das Objekt in den Hintergrund tritt, ein Aspekt, der jedoch von weitreichender Bedeutung bei der Beurteilung unterschiedlicher Finanzierungstheoretischer Ansätze ist.

Leasing stellt insoweit etwas Besonderes dar, als diese Objektfinanzierung bezogen auf die Finanzierungsebenen eine Mezzanine-Finanzierung ist. So beinhaltet Leasing einerseits Aspekte der ersten Ebene, insoweit der Nutzer zwar den Besitz, nicht aber das Eigentum an der Fläche hat, zugleich aber auch Aspekte der zweiten Ebene, insoweit es sich um eine monetäre Finanzierung handelt. Die Frage, wer die non-pekuniären Erträge erhält, werden dabei i. d. R. über Ankaufsoptionen bzw. Andienungsrechte derart geregelt, dass der Leasingnehmer wirtschaftlich über diese verfügt.

Um den Überblick über Finanzierungsmöglichkeiten zur Einordnung der Finanzierung auf der ersten und der zweiten Ebene zu vollenden, kann an dieser Stelle noch das Begriffspaar der verbrieften bzw. der unverbrieften Finanzierung eingeführt werden. Die Terminologie stammt dabei erneut aus den Vereinigten Staaten: Securitization. Eine verbrieftete Finanzierung ist eine gestückelte Finanzierungsparte, die i. d. R. (dies ist der eigentliche Sinn) handelbar ist. Nicht-verbrieftete Finanzierungen – typischerweise der Bankkredit oder die Einlage eines stillen Gesellschafters – sind i. d. R. nicht ohne Weiteres handelbar. Es ergeben sich somit insgesamt folgende Begriffspaare:

- Fremd- versus Eigenkapitalfinanzierung
- Objekt- versus Subjektfinanzierung
- verbrieft versus unverbrieft Finanzierung
- Finanzierung auf der ersten versus jener auf der zweiten Ebene

---

<sup>144</sup> Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 4 f.

### 3.2.3 Mieten oder Kaufen als Frage der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene

Die Überwachung des Kreditengagements durch den Vermieter, aber auch die Produktion von Bonitätssignalen sowie die Stellung von Sicherheiten durch den Mieter sind mit Kosten verbunden. Wenn auf dem Markt für Flächennutzungsmöglichkeiten trotz allem die Vermietung von Flächen zu beobachten ist, so muss diese Transaktionsform Vorteile aufweisen, welche die Nachteile kompensieren. Solche können direkte Kostenvorteile sein.

Der Frage des Vermieters nach der optimalen Finanzierung der Nutzung entspricht für den Nutzer die, ob es günstiger ist, eine Wohnung zu mieten oder zu kaufen. Diese Fragestellung ist für unsere mietrechtlichen Betrachtungen von größter Relevanz, weil wir grundsätzlich nur dann ein gutes Mietrecht<sup>145</sup> benötigen, wenn diese Transaktionsform auch Vorteile aufweist. Zudem ist die Frage von hoher wohnungspolitischer Bedeutung, als praktisch alle Fördermaßnahmen entweder die Bildung von Wohneigentum oder die Vermietung von Wohnraum privilegieren und damit jeweils nicht neutral bezogen auf die Finanzierung auf der ersten Ebene sind.

Die Förderung von Eigentumsmaßnahmen wird dabei i. d. R. mit Hilfe des Filtering-Modells begründet, als Schwellenhaushalte, d. h. Haushalte, die es sich fast leisten können und wollen, eine (neue) Eigentumswohnung zu beziehen, somit einen Anreiz erhalten, diese zu kaufen, wodurch insgesamt das Angebot an Wohnungen aufgrund der Filtering-Effekte vermehrt werden soll. Ein Beispiel der Privilegierung von Mietwohnungen findet sich in der steuerlichen Konsumgutlösung für das selbstgenutzte Wohneigentum und dem damit einhergehenden generellen Ausschluss von steuerlichen Vorteilen der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung.

Dass sich hinter der Frage der optimalen Transaktionsform von Flächennutzungsmöglichkeiten die der optimalen Finanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene verbirgt, hat den großen Vorteil, dass wir auf umfangreiche Theorieansätze der betrieblichen Fi-

<sup>145</sup> Was „gutes Mietrecht“ ausmacht, wird unter Punkt 3.5.2 behandelt.

nanzwirtschaft zu Fragen der optimalen Finanzierung von Unternehmen zurückgreifen können.

Es ist ein Gemeinplatz aller finanzierungstheoretischen Ansätze, dass Fremdkapitalfinanzierungen grundsätzlich günstiger als Eigenkapitalfinanzierungen sind. Auf die Finanzierung der Nutzung (Finanzierung auf der ersten Ebene) übertragen bedeutet dies, dass die Anmietung eine günstigere Finanzierung der Nutzung als der Erwerb der Fläche sein muss. Weitere Vorteile können sich aber auch als Verhinderung von Nachteilen beim Verkauf von Immobilien in Einzeleigentum ergeben.

Zunächst sind jedoch Vor- und Nachteile der Finanzierung mit Fremd- bzw. Eigenmitteln auf der ersten Ebene zu betrachten.

### **3.2.3.1 Vor- und Nachteile der Anmietung und des Kaufs von Wohnungen**

Im Folgenden soll nachgewiesen werden, dass Vorteile des Verkaufs von Flächennutzungsmöglichkeiten mittels einer Vermietung von Immobilien durch einen Investor Kostenvorteile im traditionellen Sinn sind, während das Aufzeigen von Nachteilen des Verkaufs von Flächennutzungsmöglichkeiten durch Verkauf von Flächen in der Form von Einzeleigentum nach neoinstitutionalistischen Ansätzen verlangt. Zunächst ein Blick auf die traditionellen Kostenvorteile.

Kostenvorteile entstehen einerseits bei der Finanzierung der Immobilie auf der zweiten Ebene. Würde der Mieter die Immobilie nicht mieten, sondern kaufen, so müsste er sich beispielsweise bei einer Bank refinanzieren. Es kann davon ausgegangen werden, dass der Investor, der sich regelmäßig über eine Bank refinanziert, günstigere Konditionen erhält als der Käufer einer Eigentumswohnung. Die besseren Konditionen resultieren einerseits aus den größeren Losgrößen der Kredite und andererseits aus den absoluten und



komparativen Vorteilen des Investors,<sup>146</sup> Immobilien bewerten sowie Bonität gegenüber der Bank signalisieren zu können.

Wie bereits dargelegt, wird sich ein Vermieter bereits deswegen bei der Bank preiswerter refinanzieren können, weil sich aus der vorgelagerten Finanzierung auf der ersten Ebene (Vermietung) beobachtbare Mietzahlungen ergeben, die wertvolle Informationen darstellen, auf die die Bank bei der Finanzierung des Selbstnutzers verzichten müsste, da in diesem Falle die Bank nur die einmalige Kaufpreiszahlung beobachten könnte. Da die Finanzierung auf der ersten Ebene nicht durch eine Finanzierung auf der zweiten Ebene austauschbar ist, reicht eigentlich das Argument, wonach eine Finanzierung mit Fremdkapital grundsätzlich günstiger als eine solche mit Eigenkapital ist.

Es ist zudem anzunehmen, dass eine ganze Reihe von Nachfragern nach Flächennutzungsmöglichkeiten zwar genug Bonität für die Anmietung, nicht aber für deren Kaufpreisfinanzierung haben. Schließlich ist auf Kreditmärkten von einer Kreditrationierung im Sinne von Stiglitz/Weiss<sup>147</sup> auszugehen und im Falle der Fremdfinanzierung auf der zweiten Ebene wären vom Nutzer zusätzlich jene Werte zu refinanzieren, die sich aus der Bewertung non-pekuniärer Erträge ergeben.

Ein weiterer Vorteil des Verkaufs von Flächennutzungsmöglichkeiten mittels Vermietung der Fläche durch einen Investor liegt in den Kostenvorteilen bei der Bewirtschaftung von Immobilien. Nur bewirtschaftete Immobilien geben Nutzungsmöglichkeiten ab. Der Investor hat beispielsweise gegenüber dem einzelnen Eigentümer einer Wohnungseigentümergeinschaft entscheidende komparative Vorteile bei der Verwaltung und Bewirtschaftung der Immobilie. So wird der Investor aufgrund seiner Informationsvorteile, aber auch wegen der größeren Losgrößen beispielsweise bessere Preise für die Instandhaltung erzielen können (positive Skalen- und Synergieeffekte). Zu erwähnen sind auch die pagatorischen Transaktionskosten des Nutzers, die bei Anmietung deutlich geringer ausfallen als bei An- und Verkauf (z. B. Grunderwerbsteuer, Notar- und Ge-

<sup>146</sup> Als Investor wird unter diesem Punkt ein professioneller Grundstückseigentümer verstanden. Die Argumente insbesondere zu Skalenenerträgen etc. gelten im Vergleich zum Käufer einer einzelnen Eigentumswohnung. Inwieweit es auch unter unterschiedlichen professionellen Grundstückseigentümern nennenswerte Skalenenerträge gibt, bleibt hier offen. Vieles spricht dafür, dass es in Wohnungsmärkten optimale Betriebsgrößen gibt, die nicht besonders groß sind, sondern eher im überschaubaren Bereich liegen.

<sup>147</sup> Stiglitz/Weiss, Credit Rationing, S. 393-410.

richtskosten etc.). Es gibt also Vorteile beim Verkauf der Flächennutzungsmöglichkeiten durch Vermietung der Fläche.

Zu den genannten Vorteilen gesellen sich die Nachteile des Verkaufs von Flächennutzungsmöglichkeiten mittels Verkauf der Immobilie im Einzeleigentum. Diese Nachteile sind Gegenstand des nächsten Abschnittes.

In Deutschland wird das Einzeleigentum juristisch als Wohnungseigentum bzw. Sondereigentum nach dem Wohnungseigentumsgesetz (WEG) geregelt. Betrachten wir nunmehr aus dem neoinstitutionalistischen Blickwinkel die Kosten der Bewirtschaftung von Immobilien nach dem WEG.

In einer Eigentümergemeinschaft entstehen sehr hohe Delegationskosten. Die Verwaltung vertritt die Gemeinschaft nach außen (§§ 20 ff. WEG). Hierdurch kommt es zu jener Problematik, die in der Literatur unter dem Begriff Agency-Theorie – Fama<sup>148</sup> sowie Jensen und Meckling<sup>149</sup> – Eingang gefunden hat. Durch opportunistisches Verhalten kann die Verwaltung finanzielle Vorteile erlangen. In der Praxis bedeutet dies Überfakturierung von Rechnungen, Klüngeleien bei der Vergabe von Bauleistungen, u. ä. Einzelne, versiertere Eigentümer mögen dies auch bemerken, werden sich schließlich aber nicht mit viel Elan dagegen zur Wehr setzen, da sie sonst allein die Kosten der Beobachtung und Kontrolle (Monitoring), die anderen Sondereigentümer jedoch auch den Nutzen haben. Es erscheint also zusätzlich ein Trittbrettfahrerproblem<sup>150</sup>, welches die Initiative der einzelnen Eigentümer lähmt und die in der Agency-Theorie beschriebene Problematik verschärft. Die Verwaltung kann die Trittbrettfahrerproblematik antizipieren und den Grad des opportunistischen Verhaltens entsprechend hoch ansetzen, wodurch die Delegationskosten insgesamt stark ansteigen.

Ein weiterer Aspekt, durch den es zu hohen Delegationskosten kommt, ergibt sich im Zusammenhang mit § 22 WEG. Danach sind bauliche Veränderungen einstimmig zu beschließen. Zum zeitgemäßen Bewirtschaften von Immobilien gehört auch, die jeweils

<sup>148</sup> Fama, Agency, S. 288-307.

<sup>149</sup> Jensen/Meckling, Firm, S. 305-360.

<sup>150</sup> Jensen, Agency Costs, S. 323-329; Grossmann/Hart, Free-Rider, S.42-64; Stigler, Free Riders, S. 359-366.



bauliche Anpassung an die sich wandelnden Marktanforderungen, wie es beispielsweise beim filtering-up mittels Modernisierung von Wohnungen bzw. Zusammenlegung von Wohnungen zur Optimierung der Grundrisse geschieht. Jeder Eigentümer hat die Möglichkeit, bestimmte bauliche Veränderungen des anderen zu blockieren, bis dieser beispielsweise bereit ist, gewisse Sonderzahlungen zu leisten. Es kommt zu einer Situation, die in der Literatur – Cornell und Shapiro<sup>151</sup> – als Holdup Eingang gefunden hat. Da alle Eigentümer Zahlungen verlangen können, gemeinhin aber unterschiedliche Erwartungen bezüglich der Zahlungshöhe vorliegen, ist eine Einigung nur schwer zu erreichen. Die Eigentümer befinden sich spieltheoretisch betrachtet in der Situation des Gefangenendilemmas.

Das Trittbrettfahrerproblem in Verbindung mit der Agency-Situation und jenes des Gefangenendilemmas in der Holdup-Situation der Eigentümer untereinander prägen aus neoinstitutionalistischer Sicht die Eigentümergemeinschaft. Diese Delegationskosten können beachtliche Ausmaße annehmen und fallen bei Vermietung durch einen Eigentümer nicht an.

### 3.2.3.2 Gründe für die Vermeidung von Mietverträgen

Eine Reihe von Vorteilen (hierbei auch als Wegfall von Nachteilen) bei der Bewirtschaftung von Flächen durch einen Investor und der anschließenden Vermietung an Nutzer sind bereits genannt worden. Es stellt sich daher die Frage, weshalb eigentlich nicht alle Flächen zur Miete angeboten werden, wo doch diese Transaktionsform offensichtlich große relative Vorteile aufweist, die mit folgenden Stichworten nochmals zusammengefasst werden können:

- Kostenvorteile, weil Fremdfinanzierung immer preiswerter als Eigenfinanzierung ist,
- Pagatorische Kostenvorteile, die sich aus Skalenerträgen und Synergieeffekten

<sup>151</sup> Cornell/Shapiro, Stakeholders, S. 5-14.

beim Vermieter ergeben und

- Kostenvorteile durch Vermeidung hoher Delegationskosten, die in einer WEG unvermeidbar sind.

Allein aus der Tatsache, dass es Eigentumswohnungen gibt, kann jedoch gefolgert werden, dass es auch Gründe geben sollte, die gegen die Vermietung von Immobilien als Transaktionsform und für den Verkauf von Flächennutzungsmöglichkeiten sprechen.

Ausgehend von der These, dass der Mietmarkt als Kreditmarkt zu verstehen ist, können - analog zu möglichen Eingriffen in einen Kreditmarkt - Eingriffe in den Mietmarkt interpretiert werden. In Volkswirtschaften, in denen die Höhe der Zinsen staatlich festgelegt wird, gibt es regelmäßig eine sehr starke Kreditrationierung, einen ausgeprägten sogenannten informellen Kreditsektor und damit auch die Notwendigkeit, stärker mit Eigenkapital zu finanzieren.<sup>152</sup> Schließlich treffen die Zinsregulierungen i. d. R. nur die Fremdkapital-, also Kreditzinsen, und nicht die Eigenkapitalkosten. Analog kann man in Volkswirtschaften, in denen die Mieten staatlich reguliert werden, eine Wohnungsrationierung sowie einen informellen Wohnungsmarkt (Schwarzmarkt) beobachten. Der Möglichkeit, in einem zinsregulierten Kreditmarkt vermehrt über Eigenkapital zu finanzieren, entspricht die Bildung von Wohnungs- oder Sondereigentum. Kann der Vermieter nicht den Marktwert über die Vermietung erhalten, so wird er den Wert der zukünftigen Marktmieten diskontiert als Kaufpreis für die Wohnung verlangen.

Wenn die Preise im Mietmarkt reguliert und die Preise im Markt für Eigentumswohnungen nicht reguliert werden, so lässt sich über die Bildung von Wohnungseigentum ein Arbitragegewinn erzielen. Sind Anbieter und Nachfrager von Flächennutzungsmöglichkeiten im Mietmarkt beschränkt, weichen sie auf den Eigentumsmarkt aus.

Interventionen bei der Mietpreisbildung, aber auch andere Mietmarktregulierungen können zu einem Zusammenbrechen des Mietmarktes und damit zu einem Ausweichen auf den Eigentumsmarkt führen. Wie unter Punkt 2.4.3 bereits dargelegt, führt beispiels-

<sup>152</sup> Zur Frage der Zins- und Kapitalmarktregulierung in Entwicklungsländern siehe McKinnon, Financial Liberalisation.

weise die derzeitige Praxis bei der Bestimmung der ortsüblichen Vergleichsmiete nach § 2 MHG zu erheblichen Problemen.

Da es in Kapitalmärkten, in denen die Zinsen nicht reguliert werden, dennoch Eigenkapitalfinanzierungen gibt, kann angenommen werden, dass es auch gute Gründe für die Finanzierung mit Eigenkapital gibt. Ebenso kann aus der Tatsache, dass es in Volkswirtschaften, in denen keine oder praktisch keine Mietpreisregulierungen vorhanden sind, auch Eigentumswohnungen als Transaktionsform für Flächennutzungsmöglichkeiten existieren, analog gefolgert werden, dass es ebenso Gründe für diese Transaktionsform geben muss.

### **3.3 Das Finanzierungspostulat von Williamson als moderne Kapitalstrukturregel**

Die Frage nach der optimalen Finanzierung einer Investition, die i. d. R. als Frage der optimalen Finanzierungsstruktur eines Unternehmens behandelt wird, führt zu einem Grundproblem der betrieblichen Finanzwirtschaft, welches an dieser Stelle nicht mit der der Thematik gebührenden Breite behandelt werden kann. Skizzenhaft dargestellt ging die Entwicklung von der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, nach der Fristenkongruenz zwischen den Aktiva und Passiva herrschen soll, über das Leverage-Theorem, nach dem aufgrund bestimmter Verhaltensannahmen eine Optimierung des Eigenkapitalanteils möglich ist, hin zur Irrelevanzthese der Finanzierungsstruktur nach Modigliani/Miller<sup>153</sup>. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne der Erhöhung des Gehaltes der Aussage durch Reduktion der Annahmen, Modigliani/Miller<sup>154</sup>, Stiglitz<sup>155</sup>, Miller<sup>156</sup> und Fama<sup>157</sup>, als auch im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Dele-

<sup>153</sup> Modigliani/Miller, Cost of Capital.

<sup>154</sup> Modigliani/Miller, Tax.

<sup>155</sup> Stiglitz, Irrelevance.

<sup>156</sup> Miller, Debt and Taxes.

<sup>157</sup> Fama, Decisions.

gationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie – Jensen/Meckling<sup>158</sup>, Meyers<sup>159</sup> – sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern – Meyers/Majluf<sup>160</sup>.

Parallel und zunächst unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostentheorie. Williamson zählt neben Klein, Crawford und Alchian zu den wichtigsten Vertretern der Transaktionskostenökonomie, deren Ursprung mit Coase 'The Nature of the Firm' auf das Jahr 1937 datiert werden kann.<sup>161</sup> Die ursprüngliche und die die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage ist jene nach der optimalen Transaktion als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens und über den Markt.<sup>162</sup> „Die Transaktionskostentheorie behauptet, es sei unmöglich, die gesamte Verhandlungstätigkeit in der Vorvertragsphase, also ex ante, unterzubringen. Vielmehr finden *durchgehend Verhandlungen* statt – von daher gewinnen die Institutionen der außergerichtlichen Regelung und die Untersuchung des Vertrages in seinem vollen Umfang ihre kritische ökonomische Bedeutung. Die Verhaltenseigenschaften von Entscheidungsträgern, in denen sich begrenzte Rationalität und Opportunismus verbinden, und die komplexen Eigenschaften von Transaktionen (mit besonderer Berücksichtigung der Faktorspezifität) sind für diese Entwicklung verantwortlich.“<sup>163</sup>

Begrenzte Rationalität (bounded rationality) und Opportunismus sind die beiden konstituierenden Verhaltensannahmen der Transaktionskostenökonomie.<sup>164</sup> Die Transaktionskostenökonomie erklärt die Existenz von Unternehmen mittels der unterschiedlichen Transaktionskosten, welche die Transaktion innerhalb einer Firma gegenüber der Transaktion über den Markt hat. „Transaktionskosten sind Kosten, die als Folge des zur Koordination eines als gerecht empfundenen Leistungsaustausches zwischen Wirtschaftssubjekten erforderlichen Ressourceneinsatzes anfallen. Sie ergeben sich aus dem Erfordernis der Überbrückung räumlicher, zeitlicher, quantitativer und qualitativer Diskre-

<sup>158</sup> Jensen/Meckling, Firm.

<sup>159</sup> Meyers, Corporate Borrowing.

<sup>160</sup> Meyers/Majluf, Corporate Financing.

<sup>161</sup> Brand, Transaktionskostenansatz, S. 18.

<sup>162</sup> Coase, Firm, S. 388.

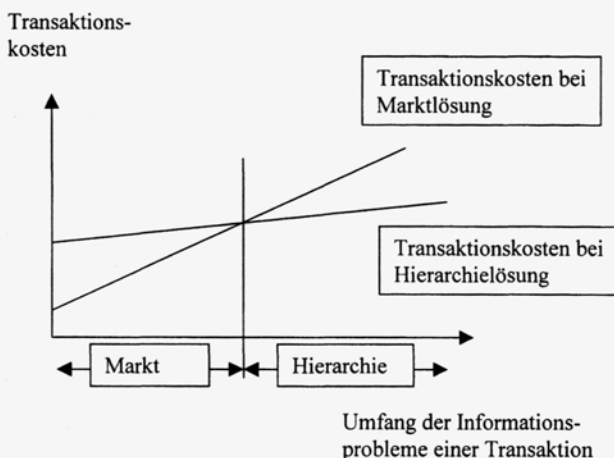
<sup>163</sup> Williamson, Institutionen, S. 33, Hervorhebungen im Original.

<sup>164</sup> Williamson, Institutionen, S. 49 ff.

panzen zwischen Anbietern und Nachfragern und fallen in den Phasen der Vorbereitung, Abwicklung und Durchführung eines der Austauschbeziehung zugrundeliegenden Vertrages an.“<sup>165</sup>

Mit Hilfe des Transaktionskostenansatzes lässt sich die Existenz von Firmen als Hierarchieform gegenüber der Austauschbeziehung über einen Marktmechanismus erklären.

Abbildung 20: Organisationsformen und Umfang der Informationsprobleme



Quelle: Picot, Transaktionskostenansatz, S. 277.

Wesentliche Determinanten für die Transaktion sind die Faktorspezifität, Unsicherheit und die Häufigkeit der Transaktion.<sup>166</sup> Die Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen solchen anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, so dass bei einer Markttransaktion gerade auch im Zusammenhang mit der Annahme über opportunistisches Verhalten ein hohes Risiko besteht, Kosten zu versenken, was aufgrund der Antizipation dieser Situation durch den Anbieter zu hohen Transaktionskosten führt. Unterschiedliche Transaktionsformen reagieren auf die Faktorspezifität

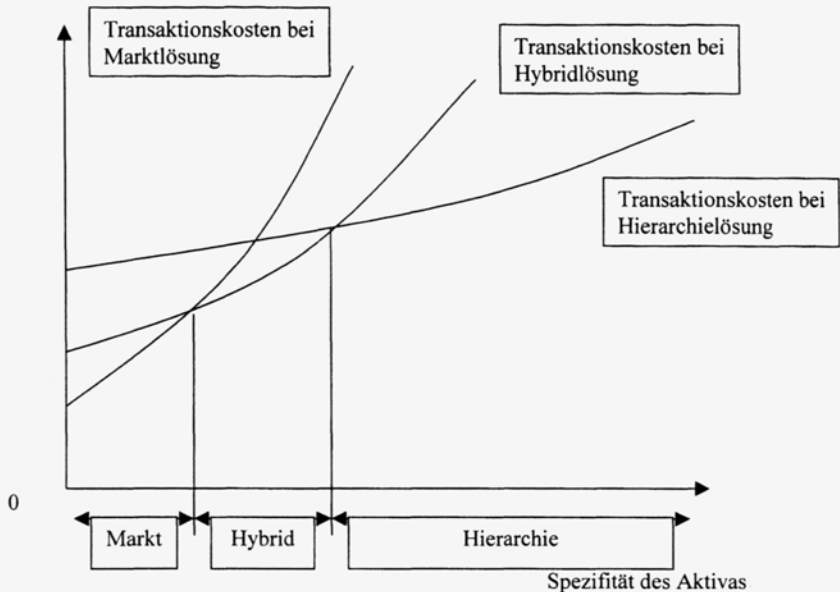
<sup>165</sup> Brand, Transaktionskostenansatz, S. 114.

<sup>166</sup> Williamson, Institutionen, S. 59 f.

mit verschieden hohen Transaktionskosten, so dass die Transaktionsform funktionell von der Faktorspezifität in Abhängigkeit gebracht werden kann, was in Abbildung 21 zum Ausdruck kommt.

Abbildung 21: Kosten der Transaktionsform als Funktion der Spezifität des Aktivas

Kosten der Transaktionsform



Quelle: Williamson, Economic Organization, S. 116.

Mit Williamsons Aufsatz „Corporate Finance and Corporate Governance“ erfolgte die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die unterschiedlichen Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital als Transaktionsform bzw. als Herrschaftsform identifiziert werden. Williamson postuliert, dass spezifische Anlagegüter mit Eigenkapital und unspezifische mit Fremdkapital zu finanzieren seien, weil die Transaktionskosten von Fremdkapital zwar grundsätzlich geringer sind, mit steigender Spezifität des finanzierten Aktivas jedoch prohibitiv hoch werden, so dass die Finanzie-

rung spezifischer Aktiva mit Eigenkapital schließlich geringere Transaktionskosten aufweise.<sup>167</sup>

Williamsons Kernaussage kann an einem Beispiel erläutert werden: Erwirbt ein Unternehmer eine Maschine, die für seinen eigenen Bedarf zugeschnitten ist, so wird er keine Bank finden, die diese als Sicherungsobjekt für eine Finanzierung akzeptiert. Würde nämlich der Unternehmer Konkurs gehen, so hätte die finanzierende Bank eine Maschine, mit der kein Dritter etwas anfangen könnte.

### **3.4 Die Übertragung der Kapitalstrukturregel auf die Fragestellung der Finanzierung auf der ersten Ebene**

Das zuvor dargestellte finanzierungstheoretische Postulat von Williamson kann nunmehr auf die Finanzierung auf der ersten Ebene, also die Finanzierung der Nutzung übertragen werden. Offensichtlich ist die Vermietung von Flächen stets die günstigere Variante, insofern bei dieser Form einerseits geringere Transaktionskosten entstehen und darüber hinaus Fremdkapital stets preiswerter als Eigenkapital ist. Eine Fremdfinanzierung der Nutzung und damit die Vermietung der Fläche ist jedoch nicht immer ein gangbarer Weg. Sind Immobilien zu spezifisch, steigt das Risiko der Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie für den Vermieter. Eine Vermietung scheidet sodann als Transaktionsform für den Vermieter aus. Zwar ist es für einen Mieter i. d. R. günstig eine spezifische Wohnung zu mieten, doch wird er normalerweise keinen Vermieter finden, der diese anbietet.

Wenn eine Fläche nicht hinreichend drittverwendungsfähig ist, wird sich selten ein Vermieter, sondern viel eher nur ein Verkäufer für die Fläche finden. Allerdings ist die Anmietung dann, wenn sie möglich ist, stets die günstigere Finanzierungsform. Es bleibt die Frage, welche Faktoren die Spezifität von Wohnungen bestimmen.

---

<sup>167</sup> Williamson, *Corporate Finance*, S. 579 ff.

### 3.4.1 Die Spezifität des Kreditgegenstandes im Wohnungsmarkt

Eine Wohnung gilt als spezifisch, wenn ihre Drittverwendungsfähigkeit gering ist. Damit reduziert sich die Frage der Spezifität einer Wohnung primär auf eine der Struktur der Nachfrage und nicht auf die eines konkreten Angebots. Die Drittverwendungsfähigkeit ist insbesondere dann äußerst gering, wenn die Wohnung aufgrund ihrer Merkmale nur für ganz bestimmte Nutzer in Frage kommt. Eine Drittverwendungsfähigkeit von Wohnungen ist bis zu einem gewissen Grad stets gegeben, weil die Nachfrager preiselastisch sind und damit auch zwischen unterschiedlichen Wohnungen mit verschiedenen Merkmalen substituieren können.

Je spezifischer eine Wohnung, desto kleiner die Zahl der potentiellen Nutzer. Je weniger Interessenten aufgrund spezifischer Charakteristika einer Wohnung in Frage kommen und je mehr von diesen eigentlich eher andere Wohnungsmerkmale nachgefragt werden, um so stärker müssen die fehlenden Merkmale substituiert werden. Dieser Zusammenhang bekommt dadurch zusätzlich quantitative Relevanz, als die Determinanten der Nachfrage nach Wohnflächen mit steigendem Gesamtwohnbudget des Nutzers multiplikativ und nicht additiv verknüpft sind. Je höher das Wohnbudget insgesamt ist, welches der Nutzer für eine Fläche auszugeben bereit ist, desto eher werden negativ wahrgenommene Ausprägungen einzelner Eigenschaften einer Wohnung nicht mehr akzeptiert. Je kleiner das Budget hingegen ist, welches ein Nutzer für eine Wohnung ausgeben möchte, desto eher werden negative Ausprägungen einzelner Merkmale hingenommen.

Beispielsweise wird ein Student, der ein Zimmer für seine Studienzeit sucht, bei einem sehr beschränkten Budget bereit sein, auf eine gute Belichtung seines Zimmers zu verzichten, wenn er dafür eine gute Anbindung zu seiner Universität hat. Dagegen wird ein Angestellter hohen Einkommens, der mit seiner Familie eine Wohnung gehobenen Standards sucht, nicht bereit sein beispielsweise Lärmemission, einen schlechten Grundriss, eine einfache Ausstattung, fehlende Belichtung oder einen schlechten Bauzustand zu akzeptieren. Die Determinanten der Nachfrage sind bei Nutzern mit hohem Budget nicht kompensierbar, d. h. formal betrachtet nicht additiv, sondern multiplikativ verknüpft. Wenn ein Faktor gering bewertet wird, sinkt die Nachfrage extrem. Dieses Ver-



halten lässt sich in jedem Wohnungsmarkt beobachten. Es ist eine direkte Folge des abnehmenden Grenznutzens und hat eine Fülle von Konsequenzen.<sup>168</sup>

Gerade wegen der multiplikativen Verknüpfung der Determinanten der Nachfrage bei steigendem Budget für Wohnen sind spezifische Wohnungen insbesondere unter teureren Wohnungen anzutreffen. Villen und Einfamilienhäuser sind Wohnformen, die extrem spezifisch sind. Die Spezifität rührt dabei nicht primär aus den Merkmalen und Eigenschaften der Fläche selber, sondern aus dem Umstand, dass es sich um Wohnformen handelt, die ein insgesamt recht hohes Wohnbudget verlangen, so dass die Nachfrager, die bestimmte Eigenschaften aufgrund ihrer subjektiven Präferenzen nicht schätzen, nunmehr wegen der multiplikativen Verknüpfung der Nachfragedeterminanten die Gesamtfläche ablehnen, wodurch die jeweilige Fläche als spezifisch wahrgenommen wird. Da zugleich die Anzahl der Varianten an Wohnungsmerkmalen mit dem Gesamtbudget steigt, nimmt die Spezifität von Wohnungen überproportional zum aufzubringenden Budget zu.

Die Überlegungen entsprechen auch der Alltagserfahrung, wonach Villen i. d. R. verkauft, Einzimmerwohnungen aber vermietet werden. Zwar ist es für einen Mieter günstig, eine Villa zu mieten, doch wird er gewöhnlich keinen Vermieter finden, der bereit wäre, die spezifische Villa zur Vermietung zu bauen. Wenn Villen vermietet werden, sind es meist solche, bei denen Bauherren als ehemalige Erstnutzer einen Großteil der spezifischen Investitionen nicht mehr kapitalisieren können.

Als Ergebnis der Überlegungen soll zum Einen festgehalten werden, dass es sich nicht pauschal sagen lässt, eine Finanzierungsform zum Verkauf von Flächennutzungsmöglichkeiten sei günstiger als die andere und zum anderen, dass die Abhängigkeit der optimalen Transaktionsform für den Verkauf von Flächennutzungsmöglichkeiten von der Spezifität der jeweiligen Immobilie abhängt. Dies ist das Ergebnis, welches sich aus der Übertragung des Finanzierungspostulats von Williamson auf die Transaktionsform von Flächen ergibt.

<sup>168</sup> So ist dies z. B. auch der Grund dafür, dass Projektentwicklungen von Wohnungen in sehr guten Lagen für den Entwickler wesentlich riskanter sind als Projekte in einfachen und mittleren Wohnlagen.

### **3.4.2 Die optimale Transaktionsform von Flächennutzungsmöglichkeiten**

Erst mit der Möglichkeit, gehaltvolle Aussagen über die optimale Finanzierung von Unternehmen formulieren zu können, was der Finanzierungsansatz von Williamson erlaubt, kann nunmehr durch Übertragung dieser Ergebnisse auf die Finanzierung auf der ersten Ebene die Frage, ob es sinnvoller ist, eine Wohnung zu mieten oder zu kaufen, beantwortet werden.

Ein erstes Ergebnis ist, dass es grundsätzlich günstiger ist, eine Wohnung zu mieten als zu kaufen, insoweit eine Fremdfinanzierung stets preiswerter ist als eine Eigenkapitalfinanzierung der Nutzung. Dies bedeutet, dass gerade auch in entwickelten Volkswirtschaften die Vermietung von Wohnungen eine gesamtwirtschaftlich sinnvolle Transaktionsform ist. Es gibt aber Wohnungen, deren Finanzierung auf der ersten Ebene wegen ihrer Spezifität nur schwer bzw. gar nicht möglich ist, insoweit sich kein Finanzier (Vermieter) hierfür findet. Solche Wohnungen sind auf der ersten Ebene mit Eigenkapital zu finanzieren, sind also vom Nutzer käuflich zu erwerben.

### **3.5 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen aus dem finanzwirtschaftlichen Theorieansatz**

Aus dem finanzwirtschaftlichen Ansatz lassen sich eine Fülle von wohnungspolitischen Handlungsempfehlungen ableiten. Zunächst wird die Vermietung als Fremdfinanzierung der Nutzung als besonders kostengünstige Transaktionsform erkannt. Darauf aufbauend ist es sinnvoll, Mietrechtsregulierungen derart zu gestalten, dass eine Umsatzmaximierung im Mietmarkt erfolgt, ohne den Markt des selbstgenutzten Wohneigentums zu beeinträchtigen. Abschließend werden weitere Handlungsempfehlungen erkannt und behandelt.

### 3.5.1 Neutralität staatlicher Interventionen hinsichtlich der Finanzierung auf der ersten Ebene

Wirtschaftshistorisch lässt sich belegen, dass der Anteil der Fremdfinanzierung wirtschaftlicher Aktivitäten mit zunehmendem Volkseinkommen steigt.<sup>169</sup> So betrug der Verschuldungsgrad (Fremdkapital/Bilanzsumme) in der Bundesrepublik 1967 noch etwa 69%, während er 1999 bei etwa 82% lag.<sup>170</sup> Dementsprechend sinkt in wachsenden Volkswirtschaften die Eigenkapitalquote von Unternehmen. Andererseits geht insbesondere aus Untersuchungen von Kreditmärkten in Entwicklungsländern hervor, dass ein funktionsfähiger Kreditmarkt eine Voraussetzung für eine positive wirtschaftliche Entwicklung ist.<sup>171</sup> Hohe Anteile von Fremdfinanzierung und Wohlstand gehen offensichtlich einher.<sup>172</sup>

Tabelle 5: Eigentumsquote in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen

Land	GDP \$ per capita 10.000	Mietanteil *
Schweiz	36,43	69 %
Deutschland	26	62 %
Belgien	22,26	38 %
Niederlande	21,3	53 %
Österreich	25,01	59 %
Schweden	23,27	57 %
Dänemark	29,01	50 %
Frankreich	23,55	46 %
Irland	15,1	20 %
Spanien	12,5	24 %
Finnland	20,41	28 %
Griechenland	8,4	30 %
Italien	18,4	33 %
Großbritannien	18,95	34 %
Portugal	6,9	35 %
Norwegen	26,59	40 %
	Korrelation	70 %

Quelle: CECODHAS (European Liaison Committee for Social Housing) (1995), Economist Publications (1994), The Word in 1995, nach Balchin, Introduction, S. 11.

<sup>169</sup> Siehe u. a. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 495.

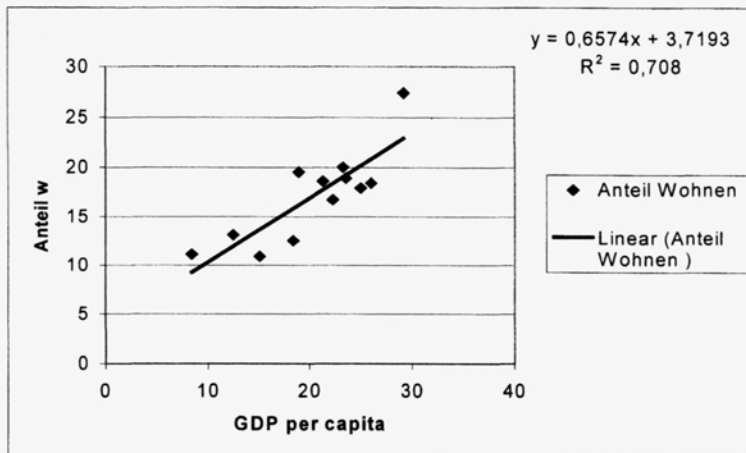
<sup>170</sup> Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 495.

<sup>171</sup> Weltbank, Weltentwicklungsbericht 1989, S. 31 ff.

<sup>172</sup> Dies wird ausführlich in dem Aufsatz von Khan / Senhadji, Financial Development, belegt.

Überträgt man diese Erfahrung auf die Frage der optimalen Finanzierung auf der ersten Ebene, so müsste sich zeigen, dass Volkswirtschaften mit hohem Einkommen über einen größeren Anteil an Mietwohnungen und dementsprechend einen geringeren Anteil an selbstgenutzten Wohnungen verfügen. Tabelle 5 gibt die Zahlen, welche die Situation in den EU-Ländern beschreibt, wieder. Die Statistik verdeutlicht, dass sich in der Tat der Anteil der Mietwohnungen in einer Volkswirtschaft signifikant mit dem Einkommen erhöht, das Einkommen erklärt 70 % der Streuung.

Abbildung 22: Eigentumsquote in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen



Quelle: CECODHAS (European Liaison Committee for Social Housing) (1995), Economist Publications (1994), The Word in 1995, nach Balchin, Introduction, S. 11.

Wir wissen nun nicht nur, dass mit steigendem Volkseinkommen der Anteil der gemieteten Wohnungen steigt, sondern können dieses Phänomen auch kausal erklären. So entspricht die Vermietung der Fremdfinanzierung der Nutzung, die, sofern sie möglich ist, die günstigere Finanzierungsform auf der ersten Ebene bildet.<sup>173</sup>

Länder wie Spanien, die traditionell entweder über ein sehr mieter- oder ein sehr

<sup>173</sup> Wie bedeutsam und neu diese Forderung ist, zeigt folgendes Zitat: „Nahezu jeder Neubau einer Wohnung wird heutzutage in irgendeiner Form gefördert. Dabei macht es keinen Unterschied, ob es sich um Mietwohnungen, Eigenheime oder Eigentumswohnungen handelt.“ Barthelmes, S. 1.

vermieterfreundliches Mietrecht verfügten, haben einen relativ hohen Anteil an selbstgenutzten Wohnungen. Mit im Zeitablauf steigenden Einkommen nimmt der Druck, gutes Mietrecht zu entwickeln, zu, um Barrieren für einen Mietmarkt zu beseitigen. Dieser Zusammenhang lässt sich statistisch nicht so leicht erfassen, weil kein Maß für die genannten Eigenschaften des Mietrechts vorhanden ist. Der Zusammenhang lässt sich wirtschaftshistorisch jedoch in einzelnen Fällen belegen. So war das spanische Mietrecht<sup>174</sup> unter der Regierung von Franco sehr mieterfreundlich bei gleichzeitiger Ausrichtung der Wohnungsbaupolitik – zur politischen Stabilisierung – auf das selbstgenutzte Wohneigentum, während unter der sozialistischen Regierung von González zunächst ein sehr vermierterfreundliches Mietrecht<sup>175</sup> im Rahmen einer allgemeinen wirtschaftlichen Liberalisierung verabschiedet wurde und schließlich mit dem Mietgesetz 29/1994 vom 24. November<sup>176</sup> ein mittlerer Weg – teilweise in Anlehnung an das deutsche Mietrecht – gewählt worden ist. Es wird sich herausstellen, dass beide Ausrichtungen des Mietrechts, die betont mieterfreundliche als auch die betont vermierterfreundliche für eine Vermietung von Wohnungen hinderlich sein können.

Die Neutralität von Fördermaßnahmen und Regulierungen bezogen auf die Finanzierung der Nutzung als Finanzierung auf der ersten Ebene ist die abstrakte Handlungsempfehlung, welche sich aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz ergibt.

Die Entwicklung eines guten, das Mietmarktvolumen maximierende Mietrecht ohne Diskriminierung des Marktes für selbstgenutztes Wohneigentum ist nunmehr eine sinnvolle Aufgabe, die in Umrissen unter Punkt 3.5.2 angegangen werden soll. Daneben gibt es eine Reihe von weiteren Handlungsempfehlungen, die sich gegen jede Form der Privilegierung bzw. Diskriminierung bestimmter Finanzierungsformen auf der ersten Ebene wenden.

<sup>174</sup> Ley de Arrendamientos Urbanos de 1964.

<sup>175</sup> Decreto-Ley 2/1985 del 20 de abril „Decreto Boyer“.

<sup>176</sup> Aleman Lain / Sotelo, Duración, S. 2 f.

### 3.5.2 Entwicklung mietrechtlicher Regulierungen zur Umsatzmaximierung des Transaktionsvolumens

Nachdem die Vermietung von Flächen als die grundsätzlich günstigere Transaktionsform von Flächennutzungsmöglichkeiten identifiziert worden ist, erscheint die Befassung mit Mietrecht sinnvoll, insoweit Mietrecht nunmehr als Regulierung verstanden werden kann.<sup>177</sup>

Ein sogenanntes mieterfreundliches Mietrecht, welches dazu führt, dass Vermieter nicht mehr gewillt sind, ihre Wohnungen zu vermieten und diese statt dessen verkaufen, wäre volkswirtschaftlich negativ, insoweit die Regulierungen dann den Nutzern eine suboptimale Finanzierungsform auf der ersten Ebene aufzwingen würden.

Die Entwicklung der Gestaltung des Mietrechts war in Deutschland ein politischer Prozess, der primär von der jeweiligen Wohnungssituation und den politischen Mehrheiten abhängig war und ist. Mietrecht wird dabei als staatliche Intervention zum Schutze der Mieter verstanden, die der „Macht der Hausbesitzer“ ausgeliefert seien. Petersen weist in seiner Dissertation nach, dass die Vorgeschichte der Entstehung des Mieterschutzgesetzes von 1923 auf der sich in der Zeit von 1870 bis 1914 teilweise dramatisch zuspitzenden qualitativen Wohnsituation breiter Bevölkerungsschichten beruht. Zur staatlichen Intervention kam es, als sich die Situation kriegsbedingt auch noch quantitativ verschärfte.<sup>178</sup> Die Idee, dass sich Mietrecht als ein staatlicher Eingriff in eine Marktsituation aufgrund ungleich starker Marktteilnehmer legitimiert, ist bis heute in der Literatur anzutreffen.<sup>179</sup>

Die Betrachtung des Mietvertrages als einen Kreditvertrag wird hingegen zeigen, dass Mietrecht auch ohne die Annahme der „Machtverhältnisse“, die im Kern ökonomisch gesehen nur eine bestimmte zeitlich beschränkte Marktsituation widerspiegeln, begründet werden kann. Das bedeutet, dass die Qualität von Mietrecht unabhängig von der

<sup>177</sup> Zur Mietreformdiskussion: Behrens, Soziales Mietrecht, S. 77 ff.; Jaedicke, Mietrecht, S. 197 f. und Eekhoff, Mietrecht.

<sup>178</sup> Petersen, Vorgeschichte, S. 23 ff.

<sup>179</sup> Beispielsweise bei Jenkis, Wohnungspolitik, S. 518.

politischen Verbundenheit mit einer der beiden Marktseiten bewertet werden kann, dass also gute von schlechten mietrechtlichen Regulierungen diskriminiert werden können. Eine ökonomische Begründung von gutem Mietrecht verlangt zunächst nach Kriterien für die Qualität von Mietrecht.

### 3.5.2.1 Kriterien für gutes Mietrecht

Die Frage nach der Qualität von Mietrecht ließe sich utilitaristisch beantworten. Gutes Mietrecht ist demnach ein Rechtsinstitut, welches den kumulierten Nutzen aller Marktteilnehmer nachhaltig maximiert. Dabei käme der Nachhaltigkeit insoweit eine besondere Bedeutung zu, als die Vermieter stets eine Produzentenrente in Höhe des Marktvolumens (Summe der gezahlten Mieten in einer Periode) erhalten, die selbstverständlich mittels staatlicher Regelungen vollständig abgeschöpft werden kann, ohne dass sich zumindest kurzfristig das Angebot an Wohnflächen verringern würde. Es könnte zwar vermutet, aber nicht bewiesen werden, dass der für die Mieter gegebene Nutzen in Verbindung mit dem Mieterlass höher wäre als die korrespondierende Nutzenverminderung der Vermieter, was aufgrund des Einkommenseffekts der Maßnahme bei abnehmendem Grenznutzen des Einkommens unter der Annahme, dass die Vermieterhaushalte unabhängig von den Einkünften aus Vermietung und Verpachtung über wesentlich höhere Einkommen als Mieterhaushalte verfügen, auch plausibel ist. Wirtschaftlich käme die vollständige Abschöpfung der Produzentenrente jedoch einer Enteignung der Vermieter zu Gunsten der Mieter gleich, was bedeutet, dass eine solche Maßnahme nur einmal durchgeführt werden kann und damit nicht nachhaltig ist. Hingegen stellt bereits die Diskussion über derartige Regelungen für derzeitige und gerade für potentielle Eigentümer ein politisches Risiko dar, welches bei der Bereitstellung von zusätzlichem Kapital mit Risikozuschlägen beantwortet wird.<sup>180</sup>

Gerade weil eine utilitaristische Begründung als umfassende Grundlage auch jene Aspekte berücksichtigen muss, welche sich aus dem unter Punkt 5 dargestellten

<sup>180</sup> Siehe hierzu auch Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik, S. 11 ff.

optionstheoretischen Ansatz ergeben, kann eine stringente utilitaristische Begründung von Mietrecht zu instabilen Ergebnissen führen. Entscheidend für die Ablehnung der utilitaristischen Sichtweise ist jedoch deren Missachtung jener Regelungen, die für die Erlangung und Aufrechterhaltung des Pareto-Optimums unabdingbar sind.

Daher wird das Kriterium für gutes Mietrecht, d. h. für sinnvolle Regulierungen dieses spezifischen Kreditmarktes hier wie folgt definiert: Mietrechtsregulierungen seien dann – und nur dann – gut, wenn sie zu einer nachhaltigen Erhöhung des Transaktionsvolumens führen, sofern – und dies ist eine essentielle Nebenbedingung – keine Zugangsbeschränkungen zum Markt für Wohneigentum bestehen.

Wenn die Vermietung von Wohnungen als effiziente und kostengünstige Form der Bereitstellung von Flächennutzungsmöglichkeiten identifiziert werden kann, dann kann die Qualität von Mietrecht am Marktvolumen gemessen werden, welches sich als Marktergebnis einstellt, sofern alternative Transaktionsformen nicht durch Marktzugangsbarrieren bzw. marktbehindernde Regelungen diskriminiert werden. Die grundsätzliche Alternative zur Anmietung einer Wohnung ist schließlich der Ankauf derselben.

Zugangsbeschränkungen können auch auf schlechten Regulierungen für den Bereich der Eigentumswohnungen beruhen. In Deutschland sind diese Regulierungen im Wohnungseigentumsgesetz (WEG) verankert. Die geplante Reform des WEG könnte darauf hindeuten, dass auch dieser Regelungsbereich verbesserungsbedürftig ist. Beim WEG sind jedoch anders als beim Mietrecht keine Gruppen mit teilweise sich widersprechenden Interessen zu versöhnen, wie es bei der Vermietung von Wohnflächen anzutreffen ist, so dass eher davon ausgegangen werden kann, dass die Regulierungen mit der Zielsetzung, gutes Wohnungseigentumsrecht zu schaffen, entstanden sind.

Das technisch formulierte ökonomische Kriterium für gutes Mietrecht dient zur Diskriminierung von guten und schlechten Mietregulierungen. Eine rein juristische Entwicklung oder Beurteilung von Mietrecht ohne die Beachtung marktbezogener Kriterien und ohne eine ökonomische Analyse der einzelnen Regulierungen, wie sie noch heute insbe-



sondere in der juristisch dominierten Literatur<sup>181</sup> anzutreffen ist, greift hier zu kurz und kann keine Alternative darstellen. Da bei der Analyse des Mietrechts Rückgriff auf unterschiedliche Theorien der betrieblichen Finanzwirtschaft, darunter insbesondere die adverse Selektion von Akerlof<sup>182</sup> genommen wird, ist dieser Abschnitt auch dem Kapitel der betrieblichen Finanzwirtschaft zugeordnet.

Die Entwicklung eines guten, d. h. umsatzmaximierenden Mietrechts kann an dieser Stelle ohne den Rahmen der Arbeit zu sprengen nur angedeutet werden. Zur Aufstellung allgemeiner Rahmenbedingungen erscheint es sinnvoll, gesondert die Interessen der Mieter und der Vermieter zu untersuchen.

### 3.5.2.2 Wichtige Regulierungen für Mieter

Ein Mieter, der eine Wohnung bewohnt, wird diese mit spezifischen Investitionen versehen und dabei Kosten versenken.<sup>183</sup> Spezifische Investitionen (oder auch Investitionen eingeschränkter Drittverwendungsfähigkeit) sind solche, die zum einen für einen potentiellen Nachnutzer nur einen eingeschränkten Wert darstellen und zum anderen nicht ohne weiteres von einer Wohnung in eine andere mitgenommen werden können. Als Beispiel können passende Gardinen, Einbauschränke, Teppichboden und andere Investitionen genannt werden.

Es entstehen im Laufe einer Wohndauer darüber hinaus auch spezifische Investitionen, die nicht an die Wohnung selbst, jedoch an den Standort gebunden sind. So kennt sich der Wohnungsnutzer in seiner Umgebung aus und weiß beispielsweise, wo er an seinem Standort am besten einkaufen kann, Informationen, für deren erneute Erlangung der Mieter zumindest Zeit aufwenden muss. In der Praxis bedeutet dies, dass man beispielsweise zu seinem angestammten Friseur geht und froh ist, nicht erneut an einem neuen Wohnstandort die Friseure ausprobieren zu müssen.

<sup>181</sup> Exemplarisch sei die Habilitationsschrift von Paschke, Dauerschuldverhältnis, hierzu genannt.

<sup>182</sup> Akerlof, Markets for Lemons, S. 488-500.

<sup>183</sup> Zum Begriff der sunk costs: Krahen, Sunk Costs.

Diese spezifischen Investitionen in Wohnung und Wohnstandort müssen vom Mieter vorgenommen werden, wenn er nicht auf einem suboptimalen Nutzenniveau verbleiben will. Schließlich befindet sich ein Mieter, der weder Gardinen noch Schränke oder Teppichboden in die Wohnung einbringt oder sich keinen Friseur in der Nähe seiner Wohnung sucht, auf einem suboptimalen Nutzenniveau.

Weil spezifische Investitionen des Mieters keine Drittverwendung haben, müssen diese als versunkene Kosten begriffen werden. Bei einem Wohnungswechsel entstehen dem Mieter somit neben den direkten Transaktionskosten wie Umzug etc. indirekte Transaktionskosten in Höhe jener spezifischen Investitionen, welche nötig sind, um in der neuen Wohnung ein optimales Nutzenniveau zu erreichen. In Höhe dieser Kosten ist jeder Mieter an seine Wohnung wirtschaftlich gebunden. Hat der Vermieter ein unbedingtes Kündigungsrecht bzw. können echte Zeitmietverträge wahllos abgeschlossen werden, so kann der Vermieter vom Mieter bei einer anstehenden Beendigung des Mietverhältnisses im Rahmen einer Mietpreisneuverhandlung eine Miete verlangen, die um jenen annuitätisch verteilten Betrag über der ökonomischen Knappheitsmiete liegt, der sich bei Wechsel der Wohnung aus der Summe der erneut notwendigen spezifischen Investitionen sowie der weiteren direkten Transaktionskosten ergibt.

Diese Möglichkeit des opportunistischen Verhaltens durch den Vermieter wird der Mieter jedoch bereits beim Mietvertragsabschluss erkennen und antizipieren, weswegen der Mietmarkt insgesamt bei der Existenz befristeter bzw. wahllos kündbarer Mietverträge beeinträchtigt wird. Voraussetzung für einen funktionierenden Mietmarkt ist daher für den Mieter, nicht ohne im eigenen Verhalten liegende Gründe mit einer Kündigung durch den Vermieter rechnen zu müssen.

In der Literatur<sup>184</sup> wird die Auffassung vertreten, dass diese Risiken in der Tat bestehen, sich der Mieter jedoch dadurch schützen kann, dass er Kraft seiner Marktmacht vom Vermieter bei Vertragsabschluss verlangt, dass dieser auf ein Kündigungsrecht im Rahmen einer vertraglichen Vereinbarung verzichtet.

<sup>184</sup> So bei Eekhoff, Wohnungspolitik, Rd-Nr. 42-48.

Unabhängig von der Frage, inwieweit Mieter tatsächlich diese Marktmacht haben (dies hängt u. a. von der jeweiligen Marktphase ab), kann dieser Auffassung aus einem anderem Grund nicht gefolgt werden. Wie es bei einem Kreditmarkt gute und schlechte Kreditnehmer (Kreditrisiken) gibt, kann man auch bei einem Mietmarkt von guten und schlechten Mietern (Risiken) sprechen, d. h. Mieter, die ein gutes bzw. ein schlechtes Risiko sind. Wenngleich Vermieter versuchen, anhand bestimmter Merkmale vorab zu erkennen, ob ein Mieter ein gutes oder ein schlechtes Risiko darstellt, kann doch davon ausgegangen werden, dass der einzelne Mietinteressent sein eigenes Risiko selbst besser einschätzen kann, als es der potentielle Vermieter vermag. Dies ergibt sich bereits aus der Verhaltensabhängigkeit des Risikos.

Es liegt also eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Vermieter und Mieter bezüglich des Risikos vor, welches der Mieter als Vertragspartner beinhaltet. Wenn nun bei dieser Konstellation ein Mieter vom Vermieter verlangt, er solle auf Kündigungsrechte verzichten, so würde der Vermieter damit auf die Möglichkeit verzichten, den Mieter loszuwerden, falls sich jener als ein schlechtes Risiko erweisen sollte, ohne dass sein Verhalten ausgeprägt genug ist, um im Rahmen der rechtlichen Möglichkeiten das Mietverhältnis zu kündigen. Während ein Mieter, welcher von sich weiß, dass er ein gutes Risiko ist, kaum bereit sein wird, eine Prämie für den Verzicht der Kündigungsmöglichkeit des Vermieters zu zahlen, wird jener Mieter, der weiß, dass er ein schlechtes Risiko darstellt, sofort bereit sein, eine Prämie für einen unkündbaren Vertrag zu entrichten. Mehr noch: Je höher die Prämie ist, die der Mieter bereit ist für den Verzicht auf Kündigungsrechte des Vermieters zu zahlen, desto skeptischer muss der Vermieter werden.<sup>185</sup> Und weiter: Je größer die asymmetrische Informationsverteilung und je geringer die Möglichkeiten des Vermieters, Mietern, die sich als schlechte Risiken erweisen, im Nachhinein unabhängig von der vertraglichen Regelung zu kündigen, desto eher kommt es zu einem Marktzusammenbruch.

Der hier beschriebene Marktmechanismus ist in der Literatur unter dem Begriff adverse Selektion von Akerlof<sup>186</sup> eingeführt worden, ein Phänomen, welches zunächst auf Ge-

<sup>185</sup> Ein Phänomen der Kreditrationierung, siehe Stiglitz/Weiss, Credit Rationing, S. 393-410.

<sup>186</sup> Akerlof, Markets for Lemons, S. 494.

brauchtwagenmärkten erkannt und dann beispielsweise auch auf Versicherungsmärkte übertragen worden ist.<sup>187</sup>

Die Weiterentwicklung des Modells der *adversen Selektion* ausgehend vom Modell des Marktversagens von Akerlof besteht darin, dass die Versicherungsnehmer bzw. in unserem Fall die Mieter Einfluss auf das Risiko haben, welches sie für den Versicherer bzw. Vermieter bedeuten, während die Qualität der Gebrauchtwagen im Zeitpunkt des Veräußerungswunsches unabhängig vom zukünftigen Verhalten des Verkäufers ist. Damit wird der Begriff des *moral hazard* eingeführt. Unter *moral hazard* versteht man die Änderung des Verhaltens nach Vertragsabschluss.<sup>188</sup>

Übertragen auf die Vermietung von Wohnungen stellt das Risiko, welches ein Mieter für den Vermieter impliziert, jene Größe dar, über die eine asymmetrische Informationsverteilung sinnvoll angenommen werden muss. Würden Prämien (Zuschläge zur Miete) das Risiko des Vermieters kompensieren, welches sich aus dem Verzicht des Kündigungsrechts ergibt, so kann davon ausgegangen werden, dass nur jene Mieter bereit sind, diese Prämie zu zahlen, die von sich wissen, dass sie schlechte Risiken sind bzw. die vorhaben, sich entsprechend zu verhalten. Aufgrund der bei der *adversen Selektion* sich ergebenden Transaktionskosten würde das Transaktionsvolumen bei einer Regulierung, die Kündigungen des Vermieters oder echte Zeitmietverträge zuzulassen, abnehmen.

Hieraus folgt, dass gesetzliche Regelungen sinnvoll und notwendig sind, wonach einerseits Mietverträge durch den Vermieter nicht willkürlich kündbar sind und andererseits, und dies ist nur eine logische Konsequenz hieraus, echte Zeitmietverträge nicht wahllos abgeschlossen werden dürfen.

Sogenannte „Besserverdiener“ vom gesetzlichen Kündigungsschutz auszuschließen entstammt der Vorstellung, Mietrecht diene als soziales Korrektiv, und widerspricht den Funktionsbedingungen des Mietmarktes. Von der Marktlogik des Wohnungsmarktes her könnte man eher den gesetzlichen Kündigungsschutz für „Schlechterverdiener“ aufwei-

<sup>187</sup> Rothschild/Stiglitz, *Imperfect Information*, S. 629-649.

<sup>188</sup> Spremann, *Finanzierung*, S. 93.

chen, weil diese einerseits i. d. R. nur in einem geringen Umfang spezifische Investitionen in ihren Wohnungen vornehmen und andererseits ein geringes Einkommen ein schlechtes Kreditnehmermerkmal ist. So könnte argumentiert werden, dass Mietern mit schlechten Risikomerkmale in der Anfangszeit der Vermietung durch den Vermieter gekündigt werden kann, so dass sozusagen ein Mietverhältnis auf Probe entsteht. Ein solches kann insbesondere dann sinnvoll sein, wenn man zum Ergebnis kommt, dass der Vermieter weniger Zeit benötigt, um die Risikoklasse, zu der der Mieter gehört, zu erkennen, als der Mieter Zeit benötigt, spezifische Investitionen in der Wohnung vorzunehmen. Der Kündigungsschutz sollte keine sozialpolitisch zu begründende Regelung sein, sondern sollte als eine Funktionsbedingung für den Mietmarkt aufgefasst werden.

Der Mieter hat also im Wesentlichen das Interesse, im Laufe des Mietverhältnisses jeweils nicht mehr Miete als die Marktmiete<sup>189</sup> zu entrichten. Hieraus ergibt sich sein Interesse am Kündigungsschutz.

### 3.5.2.3 Wichtige Regulierungen für Vermieter

Ausgehend von der These, dass die generelle Nichtkündbarkeit des Mietvertrages durch den Vermieter eine wesentliche Voraussetzung für einen funktionstüchtigen Mietmarkt ist, folgt, dass der Vermieter besonderer Regelungen bedarf, die seine Interessen über die gesamte, von ihm nicht zu beeinflussende Mietzeit hinreichend schützen. Professionelle Vermieter haben folgende wesentliche Interessen:

- a) Die Erzielung der jeweiligen ökonomischen Knappheitsmiete während der gesamten Mietzeit.
- b) Die Möglichkeit, die Mietsache durch bauliche Veränderungen in ein anderes Marktsegment zu versetzen.

<sup>189</sup> Zur Definition der „Marktmiete“ siehe Sotelo/Waltz, Vergleichsmietensystem.

ad a) Die Erzielung der jeweiligen ökonomischen Knappheitsmiete während der gesamten Mietzeit.<sup>190</sup>

Die Erzielung der ökonomischen Knappheitsmiete ist die wichtigste Voraussetzung für die Bereitschaft der Vermieter, Wohnungen ohne eigenes Kündigungsrecht zu vermieten. Das im § 2 MHG implementierte System der ortsüblichen Vergleichsmiete ist dabei vom Grundsatz her der richtige methodische Ansatz. Eine Anpassung der Miete entsprechend der allgemeinen Lebenshaltungskosten garantiert dem Vermieter hingegen nicht, die jeweilige ökonomische Knappheitsmiete zu erlangen, da Wohnungsmieten in der Regel stärker steigen als die allgemeinen Lebenshaltungskosten.<sup>191</sup> Die Mieten einzelner Segmente bzw. von Wohnungen in einzelnen Regionen können jedoch auch weniger stark steigen als die allgemeinen Lebenshaltungskosten. Eine solche Regelung birgt nicht nur für den Vermieter, sondern auch für den Mieter Miethöherisiken, die vermeidbar sind. Gleiches gilt für Staffelmietvereinbarungen: Weder Mieter noch Vermieter werden in der Lage sein, die Knappheitsmiete über mehrere Jahre richtig einzuschätzen.<sup>192</sup>

Da die richtige Ermittlung der Knappheitsmiete bereits unter Punkt 2.4.3 ausführlich dargelegt worden ist, wird hierauf Bezug genommen.

ad b) Die Möglichkeit, die Mietsache durch bauliche Veränderungen in ein anderes Marktsegment zu versetzen.

Nachdem erkannt worden ist, dass der Mieter die Sicherheit haben muss, nicht willkürlich sein Mietverhältnis gekündigt zu bekommen und ferner festgestellt wurde, dass – und dieses ist wichtig, um Filtering-Prozesse zu ermöglichen – der Vermieter über die gesamte Laufzeit des Mietvertrages berechtigt sein muss, die ökonomische Knapp-

<sup>190</sup> Die hierzu unterbreiteten Überlegungen finden sich ausführlich auch bei Sotelo/Waltz, Vergleichsmietensystem, S. 1513-1523.

<sup>191</sup> Preisindex Deutschland alle privaten Haushalte 1995 = 100, Stand April 1999 = 104,8, Preisindex Wohnung, Wasser, Strom, Gas u. a. Brennstoffe = 107,4. Quelle: Statistisches Bundesamt, zitiert nach Das Grundeigentum, 15/1999, S. 927. In Berlin: Preisindex per Mai 1999 (1995 = 100) von 102,9 und Wohnungsmieten insgesamt = 107,1. Quelle Statistisches Landesamt Berlin, zitiert nach: Das Grundeigentum 15/1999, S. 930.

<sup>192</sup> Genaueres hierzu kann in diesem Rahmen nicht dargelegt werden, vielmehr muss auf entsprechende Veröffentlichungen, Sotelo/Waltz, Vergleichsmietensystem S. 1513-1523, zurückgegriffen werden.



heitsmiete, d. h. eine richtig definierte ortsübliche Vergleichsmiete vom Mieter zu verlangen, gilt es die Möglichkeit des Vermieters, seine Wohnung im jeweiligen Segment des Marktes anbieten zu können, zu fordern; d. h. der Vermieter muss berechtigt sein, Modernisierungsmaßnahmen jederzeit auch gegen den Willen des Mieters durchzusetzen. Diese Berechtigung ist unabdingbar, damit die Mietsache zu jeder Zeit durch eigene Investitionen in ein anderes Segment transformiert werden kann, um Filtering-Prozesse am Wohnungsmarkt zu ermöglichen.<sup>193</sup> Nur so können Preisspannungen zwischen einzelnen Wohnungssegmenten abgebaut werden. Die juristische Argumentation, wonach *pacta sunt servanda* zu gelten und der Vermieter grundsätzlich keinen Anspruch auf Änderungen der übergebenen Mietsache habe, greift wohnungswirtschaftlich betrachtet hierbei zu kurz.

Letztlich gibt es keinen Grund, warum die vom Mieter zu dulgenden Modernisierungsmaßnahmen lediglich eine Standardausstattung, beispielsweise Innen-WC, Bad, Sammelheizung umfassen sollen, wie es die derzeitige Rechtsprechung als Verbot der „Luxusmodernisierung“ fordert.<sup>194</sup> Die Einschränkung von Modernisierungsmöglichkeiten durch den Vermieter ist eine Behinderung der Investitionsmöglichkeit in den Wohnungsbestand. Je nach Marktlage werden vermehrt Investitionen in den Bestand und/oder Neubau getätigt. Investitionshemmnisse im Bestand können aufgrund der dadurch unterbrochenen Filtering-Effekte für den Wohnungsmarkt noch negativer als eine Beschränkung der Neubautätigkeit sein.

Andererseits – und dieses ist entscheidend – ist es für eine Maximierung des Marktvolumens nicht förderlich, dass der Vermieter nach der Modernisierung gegenüber dem Mieter einen Anspruch auf eine kostendeckende Mieterhöhung hat. Schließlich würde auch beim Neubau keiner auf den Gedanken kommen, ein Haus frei finanziert zu erstellen und dann gesetzlich 11 % der Gesamtkosten als Miete zu definieren. Mit § 3 MHG kommt es zu der absurden Situation, dass ein Mieter, in dessen Wohnung z. B. ein Bad eingebaut wird, eine höhere Miete nach Abschluss der Modernisierungen bezahlen muss, als für sonst gleichwertige Wohnungen gezahlt wird, die bereits von An-

<sup>193</sup> Eine kurze Überlegung zeigt, dass obgleich der Vermieter im Prinzip auch berechtigt sein müsste, die Mietsache zu verschlechtern, um die Wohnung in ein Wohnungssegment geringerer Qualität zu versetzen, dieses Recht bei richtiger Definition der ortsüblichen Vergleichsmiete nicht von Relevanz ist.

<sup>194</sup> Emmerich, Miete, S. 106.

zahlen muss, als für sonst gleichwertige Wohnungen gezahlt wird, die bereits von Anfang an über ein Bad verfügen.

Der Mieter ist damit dem Risiko ausgesetzt, eine über der Knappheitsmiete liegende Miete bezahlen zu müssen. Doch solange seine Transaktionskosten für einen Wohnungswechsel diese noch überschreiten, wird der Mieter eine überhöhte Miete sogar in Kauf nehmen. In diesem paradoxen Ergebnis von § 3 MHG mag auch ein Grund liegen, weshalb die Rechtsprechung die Duldungspflicht von Modernisierungsleistungen nach § 541 b BGB bei „Luxusmodernisierungen“ begrenzt. Schließlich könnte der Vermieter durch eine solche Modernisierung in Verbindung mit § 3 MHG die notwendigen spezifischen Investitionen des Mieters sowie die Transaktionskosten eines Umzuges abschöpfen. Die Einschränkung der „Luxusmodernisierung“ ist daher eine schlechte Regulierung, die auf der Existenz einer anderen schlechten Regulierung, dem § 3 MHG beruht: § 3 MHG ist ein Relikt aus dem Kostenmietrecht. Die vom Vermieter zu verlangende Miete ergibt sich vielmehr aus der ökonomischen Knappheitsmiete für die modernisierte Wohnung: Der Vermieter muss nicht auf seine Kosten, sondern auf seine Knappheitsmiete kommen. Die Regelung des § 3 MHG hemmt Filtering-Prozesse.

Auch das Argument, dass im Falle einer Abschaffung der Modernisierungsumlage nach § 3 MHG viele Vermieter die Investitionstätigkeit einstellen würden, kann wohnungspolitisch nicht überzeugen. Vielmehr kann bei richtiger Definition der ortsüblichen Vergleichsmiete nur argumentiert werden, dass der Markt offensichtlich diese Investitionen nicht honoriert und sie deswegen – volkswirtschaftlich betrachtet – eine Ressourcenvergeudung darstellen.<sup>195</sup> Die Interessen der Vermieter lassen sich auf das jeweilige Erreichen der Knappheitsmiete sowie auf die Möglichkeit, die Wohnungen durch Baumaßnahmen verändern zu können, reduzieren.

<sup>195</sup> Dass auch die Bund-Länder-Arbeitsgruppe insbesondere wegen des Investitionsstaus in den Neuen Ländern eher dahin tendiert, den jetzigen § 3 MHG inhaltlich beizubehalten, resultiert möglicherweise auch aus der Angst heraus, dass ohne Einführung fester Fluktuationsraten bei der Ermittlung der ortsüblichen Vergleichsmiete dann im Osten wirklich zu wenig modernisiert wird. Schließlich können die nach gängiger Methodik ermittelten „Vergleichsmieten“ doch praktisch nur den bisher nach der 1. und 2. Grundmietenverordnung sowie dem Mietüberleitungsgesetz zulässigen Mieten entsprechen.



### **3.5.3 Weitere wohnungspolitische Handlungsempfehlungen**

Aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz lassen sich weitere Handlungsempfehlungen ableiten. Diese betreffen zum einen Förderinstrumente und zum anderen die Gestaltung der nicht-fiskalischen rechtlichen Rahmenbedingungen. In dieser Arbeit können und sollen nur einige exemplarisch genannt werden.

#### **3.5.3.1 Förderung von Wohnungseigentum**

Obgleich Eigentumswohnungen aufgrund der steuerlichen Konsumgütlösung einerseits eine Diskriminierung erfahren, wurde parallel dazu die Bildung von Wohneigentum bisher stets steuerlich gefördert und darüber hinaus mit Subventionen unterstützt. Diese wohnungspolitische Ausrichtung wird im wesentlichen mit dem Filtering-Prozess legitimiert: Wenn Schwellenhaushalte mit Hilfe von Subventionen Eigentum bilden können, so werden Mietwohnungen für Haushalte geringeren Einkommens frei.

Mit dem nunmehr erlangten Instrumentarium können wir diese Argumentation kritisch würdigen. Zunächst müssen wir zwei Fälle unterscheiden: Die Eigentumsförderung von unspezifischen und die von spezifischen Wohnungen.

##### **a) Die Eigentumsförderung von unspezifischen Wohnungen:**

Die Förderung von unspezifischen Wohnungen als Eigentumswohnungen zwingt die Nutzer in eine suboptimale Finanzierungsform auf der ersten Ebene, insoweit unspezifische Wohnungen optimal auf der ersten Ebene fremdfinanziert, also vermietet werden sollten. Die volkswirtschaftlichen Kosten der Förderung von unspezifischen Wohnungen belaufen sich auf die Höhe der Vorteile, welche die Vermietung von Wohnungen in Relation zu den selbstgenutzten Wohnungen bei unspezifischen Wohnungen ergeben. Die Förderung von unspezifischem Wohneigentum führt volkswirtschaftlich gesehen daher zu einer Vermögensvernichtung.

## b) Die Eigentumsförderung von spezifischen Immobilien:

Bei staatlicher Eigentumsförderung von spezifischen Immobilien<sup>196</sup> – beispielsweise von Eigenheimen als Einfamilienhäusern, Doppelhaushälften oder Reihenhäusern – werden die Nutzer zumindest nicht in eine suboptimale Finanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene gedrängt. Doch Obgleich kein Vermögen mittels einer erzwungenen ineffizienten Transaktionsform vernichtet wird, werden dennoch unnötig hohe Kosten subventioniert und damit öffentliche Gelder verschleudert. Da Eigenkapital teurer als Fremdkapital ist, wird die Finanzierung einer spezifischen Immobilie auch immer teurer als die einer unspezifischen. Ferner ist i. d. R. nicht nur die Finanzierung, sondern auch die Erstellung einer unspezifischen Wohnung mit geringeren Kosten verbunden.

Zwar greift das Argument, dass mittels des Filtering-Prozesses Haushalte niedrigerer Einkommen leichter Zugang zu den Wohnungen derer, die nunmehr in Eigenheimen wohnen, bekommen, doch wäre dieser Effekt kostengünstiger auch bei Subvention von unspezifischen Wohnungen erreicht. Eine Förderung spezifischer Immobilien zwecks Linderung der "Wohnungsnot" mittels Filtering-Effekte erweist sich als teurer, als eine direkte finanzielle Förderung minderbemittelter Haushalte zur Anmietung unspezifischer Wohnungen oder eine entsprechende Förderung von Bauherren, die für diese Haushalte Wohnungen anbieten.

Im Falle der Förderung unspezifischen Wohneigentums wird Vermögen mittels unnötig hoher Transaktionskosten vernichtet, im Falle der Förderung spezifischen Wohneigentums werden unnötig hohe Kosten spezifischer Immobilien subventioniert. Die Förderung von Wohneigentum stellt sich demnach in jedem Fall als recht fragwürdige wohnungspolitische Maßnahme dar. Aus der Erkenntnis, dass zumindest bei unspezifischen Objekten die Transaktionsform der Fläche über eine Vermietung volkswirtschaftlich selbst ohne Beachtung von Steuern und Subventionen auch aus einzelwirtschaftlicher

<sup>196</sup> Einfamilienhäuser sind typischerweise spezifische Wohnungen, Geschosswohnungsbau unspezifische. Reihenhäuser und Doppelhaushälften können, müssen aber nicht spezifisch sein. Die Frage der Spezifität ist, wie unter Punkt 3.4.1 dargelegt, eine Frage der Nachfrage, und nicht des Angebotes. In einem Markt ohne staatliche, nicht-neutrale Interventionen bezogen auf die erste Ebene der Finanzierung wird man umgekehrt anhand der Transaktionsform Aussagen über die Spezifität der Wohnungen herleiten können.

Perspektive betrachtet die günstigere Transaktionsform ist, kann zumindest die Forderung erhoben werden, Eigentumsmaßnahmen nicht zu subventionieren.

Damit geraten die Ergebnisse des finanzwirtschaftlichen Ansatzes in Konflikt mit den Ergebnissen des güterwirtschaftlichen. Während aufgrund der Effekte der Filtering-Prozesse eher die Wohnungen im höchsten Qualitätssegment gefördert werden sollten, zeigt sich nun die Gefahr, dass es sich dabei möglicherweise nachfragebedingt um spezifische Wohnungen handelt, deren Finanzierung auf erster Ebene über Eigenkapital erfolgen wird, weswegen eine Förderung besonders aufwendig wird und deshalb nicht anzuraten ist.

Während praktisch alle Förderungen entweder den Mietwohnungs- oder den Eigentumswohnungsmarkt privilegieren, diskriminieren einige steuerliche Rahmenbedingungen ebenso die eine oder andere Finanzierung auf der ersten Ebene. So benachteiligt beispielsweise die Grunderwerbsteuer ebenso wie die deutsche Konsumgütlösung das selbstgenutzte Eigentum. Da die optimale Finanzierung von der Spezifität der Wohnungen abhängt, muss zur Minimierung der Vergeudung öffentlicher Gelder auf der Neutralität von Förderungen bezüglich der Finanzierung auf der ersten Ebene bestanden werden.

Die Forderung nach Neutralität von Förderinstrumenten bezogen auf die Finanzierung auf der ersten Ebene bedeutet nicht, dass es nicht sinnvoll und legitim sein kann, bestimmte Segmente speziell zu fördern. So wird sich beim optionstheoretischen Ansatz unter Punkt 5.3. zeigen, dass gerade im Mietwohnungsbau staatliche Interventionen zur Initiierung von Bauinvestitionen notwendig sind.

### **3.5.3.2 Teilung von Altbauten**

Um die Möglichkeit Abgeschlossenheitsbescheinigungen für Altbauten zu erhalten und damit die Voraussetzung, Mietwohnungen in Eigentumswohnungen umzuwandeln, wird seit Jahrzehnten in Deutschland ein erbitterter Kampf geführt. Mit der Einführung des

WEG im Jahre 1951 kam es erstmalig zu der gesetzlichen Grundlage, Teileigentum zu schaffen. Zwar gab es in einigen Ländern, insbesondere in Baden-Württemberg noch aus der Zeit vor der Einführung des BGB in Deutschland sogenanntes horizontales Eigentum, doch spielte dies bezogen auf den Gesamtmarkt keine nennenswerte Rolle.

Während zunächst einige Gemeinden für die Erteilung einer Abgeschlossenheitsbescheinigung verlangten, dass die zum Zeitpunkt des Antrages jeweils gültigen bauordnungsrechtlichen Bestimmungen einzuhalten waren, wodurch die Aufteilung von Altbauten praktisch untersagt wurde, hob erst im Jahre 1992 das Bundesverfassungsgericht dieses Vorgehen auf.<sup>197</sup>

Aufgrund der Uneinigkeit zwischen Bund und Ländern in Fragen der Umwandlung von Mietshäusern in Eigentumswohnungen kam es im Vermittlungsausschuss zwischen Bundesrat und Bundestag schließlich zu einem Kompromiss, welcher sich in der Baurechtsreform niederschlug und seit dem 01.01.1998 gültig ist. Danach kann die Gemeinde per Satzung (§ 172 Abs. 1 Nr. 3 BauGB) Gebiete festlegen, in denen die Umwandlung von Miet- in Eigentumswohnungen untersagt ist.

Aus wohnungsmarktpolitischer Sicht ist gegen die Aufteilung von Altbauten nichts einzuwenden: Die mit der Aufteilung unspezifischer Objekte verbundene potentielle Vermögensvernichtung basiert auf Eingriffen und Restriktionen im Mietmarkt. Eine weitere Regulierung, wonach Mietshäuser generell nicht aufgeteilt werden dürfen, wäre ein weiterer Markteingriff, der zwar einen Teil der negativen Resultate einer schlechten Mietregulierung verhindern soll, der jedoch selbst wiederum negative Folgen hätte. Schließlich kann durch die Aufteilung eines Objekts mit spezifischen Wohnungen auch nachhaltig Vermögen freigesetzt werden, da Eigentum sodann die geeignete Transaktionsform darstellt. Ein generelles Verbot der Aufteilung von Altbauten würde Eigentümer und Nutzer bestehender spezifischer Wohnungen in ungeteilten Häusern zu einer suboptimalen Transaktionsform zwingen.

---

<sup>197</sup> Das Urteil findet sich in Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 1992, S. 671.

### 3.5.3.3 Altschuldenhilfegesetz und Privatisierung öffentlicher Wohnungsbestände

Das Altschuldenhilfegesetz erlässt den meisten Wohnungsgesellschaften aus den neuen Ländern einen Großteil ihrer Altschulden, wenn sie einen Teil ihrer Wohnungen privatisieren. Dabei ist nach § 5 Altschuldenhilfegesetz vornehmlich an Mieter zu privatisieren, weswegen eine Aufteilung der Objekte nach dem WEG nötig wird. Hinsichtlich der Entscheidung, welche Wohnungen privatisiert werden dürfen oder sollen, lässt das Gesetz den Wohnungsunternehmen weitgehend freie Hand.<sup>198</sup>

In der Praxis sind die Kriterien, nach denen die ehemaligen kommunalen Wohnungsunternehmen entscheiden, welche Objekte aufgeteilt und an Mieter privatisiert werden, häufig nicht an den hier formulierten Prinzipien ausgerichtet: So ist der Anteil der kaufwilligen Mieter, der bauliche Zustand der Objekte oder gar die Ferne der Objekte zum Verwaltungssitz der Wohnungsgesellschaft häufig bei der Frage nach der Auswahl der zu teilenden Objekte ausschlaggebend. Unter den genannten Umständen ist es reiner Zufall, ob spezifische oder unspezifische Objekte geteilt werden. Bei der Mieterprivatisierung nach dem Altschuldenhilfegesetz werden auf dem politischen Altar der Vermögensbildung breiter Bevölkerungsschichten Vermögenswerte vernichtet. In den meisten Fällen wäre eine Privatisierung der Gesamtobjekte an einzelne, professionelle Investoren wirtschaftlich sinnvoll.

Gleiches gilt für die Privatisierung öffentlicher Wohnungsbestände überhaupt. So hat beispielsweise Berlin beschlossen, die Wohnungsbestände der im öffentlichen Eigentum befindlichen Wohnungsbaugesellschaften analog zur Regelung nach dem Altschuldenhilfegesetz zu 15 % an Mieter zu veräußern. Auch hierbei wird es reiner Zufall sein, ob spezifische oder unspezifische Wohnungen privatisiert werden.

---

<sup>198</sup> Zur Privatisierung: Behring, Privatisierung, S. 3-8.

### **3.6 Zusammenfassung zu den Theorieansätzen der betrieblichen Finanzwirtschaft**

Mit dem finanzierungstheoretischen Ansatz wurde zunächst die begriffliche Unterscheidung zwischen der Finanzierung auf der ersten Ebene als Finanzierung der Nutzung und der Finanzierung auf der zweiten Ebene als Finanzierung der Erträge der Nutzung eingeführt. Dabei wurde der Erwerb der Flächennutzungsmöglichkeit durch Vermietung als Fremdfinanzierung und der Erwerb einer Fläche durch den Nutzer als eigenkapitalähnliche Finanzierung begriffen.

So wie Fremdkapital grundsätzlich günstiger als Eigenkapital ist, ist eine Finanzierung der Nutzung durch Vermietung günstiger als die durch den Erwerb der Wohnung. Darüber hinaus kommt es bei der Bewirtschaftung von Eigentumswohnungen zu nicht unerheblichen Transaktionskosten in Form von Delegationskosten und Koordinationsproblemen. Auch die direkten, pagatorischen Transaktionskosten sind in der Regel bei Eigentumswohnungen höher als bei Mietwohnungen.

Im Rückgriff auf das Finanzierungspostulat von Williamson zur optimalen Finanzierung von Unternehmen, ergibt sich, dass spezifische Investitionen mit Eigenkapital und unspezifische Investitionen mit objektgesichertem Fremdkapital zu finanzieren sind. Diese Finanzierungsregel wurde sodann auf die Finanzierung auf der ersten Ebene übertragen. Demnach ist die Vermietung stets günstiger als der Verkauf einer Wohnung, doch nicht immer ein gangbarer Weg.

Aus wohnungspolitischer Sicht ergaben sich eine Fülle von Forderungen aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz. Zunächst wurde die Vermietung von Wohnungen als eine kostengünstige und effektive Finanzierung der Nutzung unspezifischer Wohnungen identifiziert. Hieraus leitete sich die Notwendigkeit ab, gutes Mietrecht zu entwickeln. Mietrecht ist dann als gut zu bezeichnen, wenn es bei freiwilliger Marktteilnahme zu einer Maximierung des Marktvolumens kommt. Mietrecht wurde daher als Institution zur Maximierung des Marktvolumens begriffen und nicht als sozialpolitisches Korrektiv.



Zur Entwicklung eines guten Mietrechts wurden die wesentlichen Interessen der Mieter und Vermieter mit Hilfe neoinstitutionalistischer Ansätze erkannt.

Wenngleich das deutsche Mietrecht im europäischen Vergleich nicht als schlecht zu betrachten ist, sind gleichwohl Verbesserungen im Rahmen einer Mietrechtsreform denkbar. Dabei sind die Funktionsbedingungen des Wohnungsmarktes für die notwendigen Rahmenbedingungen determinierend. Der Spielraum ist, sofern der Verkauf von Wohnflächennutzungsmöglichkeiten über die Vermietung von Wohnflächen nicht gefährdet, sondern gefördert werden soll, deutlich kleiner als die politische Diskussion es teilweise vermuten lässt.

Die Forderung nach Beibehaltung des Kündigungsschutzes für den Mieter ist unter diesem Betrachtungsaspekt kein soziales Anliegen, sondern eine sinnvolle Regulierung. Zugleich wurde herausgearbeitet, dass die Verwendung der ortsüblichen Vergleichsmiete das wesentliche Element des Mietpreisrechts ist, ihre Definition dementsprechend Aufmerksamkeit bedarf und dass insbesondere bei der Erhebung der Mietdaten von festen Fluktuationsraten in den jeweiligen Wohnungssegmenten auszugehen ist. Dieses Ergebnis stimmt völlig mit den Resultaten, die aus dem güterwirtschaftlichen Ansatz gewonnen wurden, überein.

Eine weitere Bedingung für die Funktionsfähigkeit des Mietwohnungsmarkts ist das Recht des Vermieters, die Wohnung mittels Modernisierungen in andere Wohnungssegmente überführen zu dürfen. Auf eine Umlage der Kosten auf die Miete, was derzeit im § 3 MHG geregelt ist, sollte hingegen ersatzlos verzichtet werden.

Aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz wurde ferner herausgearbeitet, dass jede Förderung bezogen auf die Frage der Finanzierung auf der ersten Ebene neutral sein sollte, weil eine durch die Förderung bedingte suboptimale Finanzierung der Nutzung mit Kosten verbunden ist, die bei einer Neutralität der Förderung nicht anfallen würden. Insoweit stellt sich die Forderung nach Implementierung der Investitionsgutlösung für selbstgenutztes Wohneigentum ebenso wie die nach Abschaffung gezielter Förderungen selbstgenutzten Wohneigentums.

Auch eine erzwungene Privatisierung von Wohnungen an Mieter, wie es das Altschuldenhilfegesetz fordert und wie es beispielsweise in Berlin den im öffentlichen Eigentum befindlichen Wohnungsbaugesellschaften abverlangt wird, konnte nicht als sinnvoll angesehen werden.<sup>199</sup> Gleichzeitig ist auch die staatliche Einschränkung der Bildung von Wohneigentum kritisch zu betrachten. Hierbei werden die Marktteilnehmer in suboptimale Finanzierungsformen gedrängt. Sämtliche staatlichen Eingriffe und Förderinstrumente sollten sich bezogen auf die Finanzierung auf der ersten Ebene neutral verhalten.

---

<sup>199</sup> Vielmehr hält sich in Berlin das Gerücht, die Geschäftsleitungen der landeseigenen Wohnungsbaugesellschaften veräußern einzelne Wohnungen, um so die Marktgängigkeit der teilweise verkauften Objekte und damit der Gesellschaft insgesamt zu reduzieren, quasi eine Poison-Pill, um eine unfreundliche Übernahme, d. h. eine Privatisierung durch das Land Berlin in den Anfängen zu vereiteln.



#### 4 Der vermögensmarktwirtschaftliche Theorieansatz

Die vermögensmarktwirtschaftliche Argumentation ist eng mit der Berliner Schule verbunden, als deren wichtigster Repräsentant, Hajo Riese, unter Bezugnahme auf das Frühwerk von Keynes, 'Treatise on Money', aber auch auf Teile der 'General Theory', insbesondere Kapitel 17, eine Interpretation der keynesianischen Theorie liefert, die im Gegensatz zur jener der Gleichgewichtstheoretiker in der Tradition von Hicks, dem Geld eine besondere Bedeutung beimisst. Hauptwerk von Riese ist dabei die 'Theorie der Inflation', in der u. a. der Begriff der non-pekuniären Erträge entwickelt wird.

Kernaussage der vermögensmarktwirtschaftlichen Theorie ist, dass Vermögensbesitzer bei der Zusammenstellung ihres Portfolios bedacht sind, eine hohe reale Rendite möglichst sicher zu erhalten und daher bereit sind, eine Prämie für die Sicherheit zu entrichten. Auf dieser Grundlage werden nachhaltig geringe reale Zinsen aufwertungsverdächtiger Währungen erklärt, beispielsweise die der Deutschen Mark und des japanischen Yens in der Zeit von 1948 bis 1989. Da Immobilien die Eigenschaft haben, Inflationsrisiken hedgen zu können und die Preisbildung von Immobilien sehr stark im Zusammenhang zu dieser Eigenschaft steht, soll der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz eine eigenständige Behandlung erfahren.

Es wird sich zeigen, dass die vermögensmarktwirtschaftliche Theorie zwar der wichtigste Ansatz zur Erklärung von Immobilienpreisen ist, darüber hinaus aber nur bedingt Einfluss auf den Wohnungsmarkt und insbesondere auf wohnungspolitische Handlungsempfehlungen hat. Dabei muss betont werden, dass die in dieser Arbeit dargelegten Marktphänomene auch ohne Rückgriff auf die Ansätze der Berliner Schule neoklassisch als Veränderung relativer Preise erklärt werden könnten. Da der Ansatz der Berliner Schule weitreichender ist und erst über die Identifikation der non-pekuniären Erträge überhaupt Preismechanismen im Immobilienmarkt erkannt werden, erhält der monetär-keynesianische Ansatz seine eigenständige Berechtigung.

Da sich die Anhänger der Berliner Schule bzw. Wissenschaftler dieser Scientific Community nicht zu wohnungspolitischen Themen geäußert haben, erscheint es sinnvoll, die wohnungswirtschaftlich relevante Argumentation komplett eigens zu entwickeln, wobei

aus der Sicht der Monetär-Keynesianer wichtige Aspekte des Ansatzes unterbelichtet bleiben müssen, sofern sie für den Wohnungsmarkt nur indirekt relevant sind.

#### 4.1 Vermögensmarktwirtschaftliche Aspekte in der Literatur

Wie schon bei den vorangegangenen Übersichten zur Literatur lässt sich auch hier verzeichnen, dass sich das Schrifttum zwar mit der Thematik der vermögensmarktwirtschaftlichen Aspekte auseinandergesetzt hat, dieses jedoch mehrheitlich aus anderen Perspektiven. Die aus der anderen Blickrichtung hervorgegangenen Begriffe sind nur bedingt in den hier vertretenen Ansatz integrierbar. Die Literatur befasst sich einerseits mit den Phänomenen der Zyklen. Hierzu zählen die Arbeiten von Wheaton<sup>200</sup>, Kaiser<sup>201</sup>, Grenadier<sup>202</sup>, Ball<sup>203</sup>, Barras<sup>204</sup>, Ball und Grilli<sup>205</sup> und McGough und Tsolacos<sup>206</sup>.

Während Wheaton Zyklen letztlich über einen „demand shock“ modelliert, geht Kaiser<sup>207</sup> deutlich weiter, setzt die Immobilienkrise von 1985-1993 ins Verhältnis zu jener von 1929-1934 und erkennt, dass Immobilienkrisen eben nicht nachfrage-, sondern angebotsbedingt entstehen und vertritt die Meinung, dass diese Angebotsüberausweitung durch Inflation und Inflationsrisiken verursacht seien.

Ball<sup>208</sup> untersucht den Einfluss von Immobilienpreis- und Bauzyklen auf die räumliche Stadtstruktur am Beispiel von London, schlägt damit neue gedankliche Brücken zwischen bislang unabhängig voneinander argumentierenden Teildisziplinen der Immobilienwirtschaft, bleibt jedoch bei einer wirtschaftshistorischen Deskription stehen.

<sup>200</sup> Wheaton, Cycles, S. 203-230.

<sup>201</sup> Kaiser, Long Cycles, S. 232-257.

<sup>202</sup> Grenadier, Cycles, S. 95-119.

<sup>203</sup> Ball, London Property Markets, S. 859-877.

<sup>204</sup> Barras, Economic Cycle, S. 183-197.

<sup>205</sup> Ball/Grilli, UK Property Investments, S. 279-296.

<sup>206</sup> McGough/Tsolacos, Building Cycles, S. 485-500.

<sup>207</sup> Kaiser, Long Cycles, S. 232-257.

<sup>208</sup> Ball, London Property Markets, S. 859-877.

Ball und Grilli<sup>209</sup> kritisieren verschiedene Modelle zur Erklärung von Preis- und Bauzyklen des Londoner Marktes und stellen ein eigenes Modell auf, das als unabhängige Variable die Marktpreise von Immobilien, die Differenz zwischen den Renditen der Immobilien und den Kapitalmarktzinsen, die kurzfristigen Änderungen des BIP, die Baukosten und die kurzfristigen Refinanzierungskosten wählt. Die Autoren halten ihr Modell jedoch selbst nicht für prognosefähig.

Barras<sup>210</sup> fasst die Diskussion über Immobilienzyklen, welche auch sehr stark von ihm geprägt wurde, zusammen und stellt fest, dass Immobilienpreis- und Bauzyklen von einer Fülle von makroökonomisch zu begreifenden Zyklen abhängen, von denen einerseits die „realwirtschaftlichen“ und andererseits die „finanzwirtschaftlichen“ Zyklen die entscheidenden Determinanten sind.

Neben der Frage der Immobilienzyklen und doch eng mit ihr verbunden findet sich in der Literatur, beispielsweise bei Hendershott und Turner<sup>211</sup> die Thematik über die Bewertung von Immobilien bzw. der Rentabilität von Wohn- bzw. Gewerbeimmobilien. Hier wird in der Literatur das Phänomen der non-pekuniären Erträge beobachtet, ohne dieses als solches zu beschreiben.

Eine zweite Gruppe von Veröffentlichungen befasst sich mit der Frage, inwieweit Immobilien geeignet sind, Inflationsänderungsrisiken bzw. die Inflation selbst zu hedgen. Hedgen bedeutet, Positionen einzugehen, die Risiken aus einer bestimmten Investition vernichten.<sup>212</sup> Es lässt sich beispielsweise die Preisrisiken einer Aktienposition über den Kauf einer entsprechenden Put-Option absichern. Ebenso ist denkbar, jene realen Wertveränderungsrisiken, die inflationär bedingt sind, abzusichern. Hedging ist die Vernichtung von Risiken und setzt damit die Existenz von Risiken voraus. Die Veröffentlichungen zu diesem Thema sind zahlreich, so dass auch hier nur einige exemplarisch genannt werden können. Bei diesen Veröffentlichungen zeigen sich insbesondere aus monetär-keynesianischer Sicht eine Fülle von Theoriedefiziten.

<sup>209</sup> Ball/Grilli, UK Property Investments, S. 279-296.

<sup>210</sup> Barras, Economic Cycle, S. 183-197.

<sup>211</sup> Hendershott/Turner, Capitalisation, S. 109-122.

<sup>212</sup> Downes, Dictionary, S. 254.

Limmack und Ward<sup>213</sup> untersuchen empirisch anhand von Daten aus dem Vereinigten Königreich, ob Immobilien geeignet sind, Inflationsrisiken zu hedgen. Dabei unterscheiden die Autoren zwischen erwarteter und unerwarteter Inflation. Sie kommen zum Ergebnis, dass Immobilien insbesondere die erwartete Inflation hedgen können. Die Höhe der erwarteten Inflation wird dabei anhand von Nominalzinsen gemessen.

Hoesli, MacGregor, Matysiak und Nanthakomaran<sup>214</sup> untersuchen die kurzfristigen Hedge-Qualitäten von Immobilien für die erwartete und unerwartete Inflation mit dem Resultat, dass Immobilien Inflation zwar schlechter hedgen als Aktien, jedoch besser als Anleihen. Immobilien sollen insbesondere eine unerwartete Inflation im kurzfristigen Bereich hedgen können, sofern nicht nur die Miet-, sondern auch die Kapitalwerte in die Betrachtung einbezogen werden.

Barber, Robertson und Scott<sup>215</sup> gehen den Inflations-Hedge-Eigenschaften mit einer Langzeituntersuchung nach, die sich auf den britischen Markt in der Zeit von 1967 bis 1994 bezieht. Auch sie stellen fest, dass Immobilien im Stande sind, unter Einbeziehung der Kapitalwerte vor allem unerwartete Inflation zu hedgen.

Ein Problem aller empirischen Untersuchungen liegt – neben der unzureichenden theoretischen Fundierung – in der Beschaffung geeigneter Daten. So ist es zum einen sehr schwer, unerwartete und erwartete Inflation zu messen. Messbar ist primär nur ex-post die tatsächliche Inflation. Sobald Erwartungen gemessen werden sollen, müssen Annahmen getroffen werden, die sich letztlich auf die Konstanz von Realzinsen reduzieren lassen. Aber bereits die Messung der Immobilien-Performance ist kein triviales Problem, vor allem dann nicht, wenn über einen langen Zeitraum Daten nötig sind und zudem noch zwischen Miet- und Kapitalwerten unterschieden werden soll.

Die Problematik der Datenerhebung zur Immobilienperformance ist sicherlich auch ein entscheidender Grund dafür, dass mit dem Aufkommen der REITs die Forscher die Notierungen dieser Papiere als Maß für die Performance von Immobilien herangezogen

<sup>213</sup> Limmack/Ward, Inflation, S. 47-55.

<sup>214</sup> Hoesli/MacGregor/Matysiak/Nanthakumaran, Inflation-Hedging, S. 27-57.

<sup>215</sup> Barber/Robertson/Scott, Property and Inflation, S. 59-76.

haben. Damit wird jedoch implizit eine Gleichsetzung der Performance von Immobilien mit jener von in Immobilien investierten Anlagevehikeln vorgenommen, was wiederum unterstellt, dass die Frage der Finanzierung von Immobilien irrelevant sei, dass also anders formuliert die Performance eines und jedes in Immobilien investierten Anlagemediums jener der Immobilie entspreche. Schließlich können und müssen Anlagevehikel als Finanzierungsform von Immobilien begriffen werden. Dass die Finanzierung einer Immobilie und damit auch die Frage, ob eine Immobilie oder ein Anlagevehikel betrachtet wird, nicht relevant sei, ist jedoch unrichtig. Die Finanzierung einer Immobilie ist relevant, wie bei Schulte, Schäfers, Hoberg, Homann, Sotelo, Vogler<sup>216</sup> sowie Sotelo<sup>217</sup> als auch Berry, McGreal, Sieracki, Sotelo<sup>218</sup> und Sotelo<sup>219</sup> ausführlich dargelegt wird.

Yobaccio, Rubens und Ketcham<sup>220</sup> untersuchen die Hedgeeigenschaften von REITs über einen Zwanzigjahreszeitraum von 1972 bis 1992 und kommen zum Ergebnis, dass REITs erwartete bedingt, unerwartete Inflation praktisch gar nicht hedgen können und zuweilen gar ein „perverse hedging“, d. h. konkret sinkende Preise bei steigender Inflation zu beobachten sei. Während Liu, Hartzell und Hoesli<sup>221</sup> diese Ergebnisse bestätigen, erkennen bereits Chatrath und Liang<sup>222</sup>, dass die beschriebenen Phänomene tatsächlich mit dem Einfluss der Aktienmärkte insgesamt auf die Bewertung der REITs zusammenhängen und damit die Finanzierungsform von Immobilien eben doch nicht irrelevant ist, vielmehr die Verwendung von REITs als Maß für die Performance und damit auch für die Hedge-Eigenschaften von Immobilien ungeeignet sind.

In einer Untersuchung von Larsen und McQueen<sup>223</sup> wird richtigerweise die Parallele zum Hedge-Verhalten von Immobilien gegenüber der Inflation einerseits und Immobilienaktien (REITs) andererseits empirisch mit dem Inflationshedgeverhalten von Gold gegenüber Goldaktien verglichen. Die Autoren bestätigen, dass Gold, nicht aber

<sup>216</sup> Schulte/Schäfers/Hoberg/Homann/Sotelo/Vogler, Betrachtungsgegenstand, S. 56-63.

<sup>217</sup> Sotelo, Zusammenhänge, S. 206-209.

<sup>218</sup> Berry/McGreal/Sieracki/Sotelo, Investment Vehicles, S. 430-443.

<sup>219</sup> Sotelo, Immobilienaktiengesellschaften, S. 24-28.

<sup>220</sup> Yobaccio/Rubens/Ketcham, Inflation-Hedging, S. 279-297.

<sup>221</sup> Liu/Hartzell/Hoesli, Inflation Hedge, S. 193-221.

<sup>222</sup> Chatrath/Liang, REITs, S. 311-325.

<sup>223</sup> Larsen/McQuenn, REITs, S. 285-297.

Goldaktien Inflationsrisiken hedgen können, was die These der Relevanz der Finanzierung untermauert. Bond und Seiler<sup>224</sup> widmen sich demzufolge sodann wieder bewusst der Frage der Inflations-Hedge-Eigenschaften von Immobilien selbst. Sie kommen zum Ergebnis, dass Immobilien sehr wohl geeignet sind, Inflation zu hedgen, insbesondere, wenn diese unerwartet ist.

Auch jene Arbeiten, die nicht die Performance von REITs als Maß für die Performance von Immobilien zur Beantwortung der Frage, inwieweit Immobilien Inflationsrisiken hedgen können, haben nennenswerte Theoriedefizite. So können und brauchen nur Risiken gehedged werden. Demzufolge lässt sich eine sicher erwartete Inflation bereits formal gar nicht hedgen, insoweit bei einer sicher erwarteten Inflation eben keine Risiken bestehen. Dies wäre darüber hinaus auch gar nicht nötig, da – bestimmte Annahmen über homogene Erwartungen und Vollkommenheit von Kapitalmärkten vorausgesetzt – die negativen Effekte einer sicher erwarteten Inflation bereits über entsprechende nominelle Zinsansprüche kompensiert werden könnten und würden. Wenn ein Bondholder sicher weiß, dass die Inflation in der nächsten Periode 5 % betragen wird, so wird die nominell verlangte und bei homogenen Erwartungen auch gezahlte Verzinsung der sicher erwarteten Inflation Rechnung tragen.

Ein Hedgen von Inflation kann nur sinnvoll für das Risiko der Inflationsänderung vorgenommen werden. Dabei kann zwischen dem Risiko als Streuung um einen Erwartungswert und dem Eintreten einer unerwarteten Inflation unterschieden werden, wobei letzteres in der Literatur Eingang gefunden hat. Die Betrachtung der unerwarteten Inflation ist jedoch eine ex-post-Analyse, insoweit die unerwartete Inflation mittels bestimmter Hypothesen über einen als konstant angenommenen Erwartungswert des Realzinses und ex-post schwankende Realzinsen konstruiert wird. Ex-ante kann es logischerweise keine unerwartete Inflationsänderung geben: Jede zukünftige Realisierung einer Inflation kann als Ausprägung der Streuung der erwarteten Inflation gewertet werden.

Nur wenn die Inflation nicht sicher vorausgesagt werden kann, man formal betrachtet einen Erwartungswert für die Inflation und für die Streuung hat, ist ein Hedging überhaupt möglich und sinnvoll. Jeder Versuch, einen empirisch gesicherten Zusammenhang

<sup>224</sup> Bond/Seiler, Inflation, S. 327-338.



zwischen der Höhe der Inflation und der Performance von Immobilien herzustellen muss scheitern, insoweit Immobilien eben nicht die Inflation, sondern nur das Risiko der Inflationsänderung zu hedgen vermögen. Nur weil tatsächlich ein empirischer und auch kausaler Zusammenhang zwischen der Höhe der Inflation und der Streuung der Inflation besteht, kommt es indirekt zu einem Zusammenhang zwischen der Performance von Immobilien und der Höhe der Inflation.

Nachdem die vorhandene internationale immobilienwirtschaftliche Literatur keine theoretisch konsistente Grundlage zur Fundierung des vermögensmarktwirtschaftlichen Ansatzes bietet, muss eine Anleihe aus anderen Bereichen vorgenommen werden. Die für diese Arbeit grundlegende Literatur ist daher keine immobilisenspezifische, sondern jene, die aus der scientific community der Berliner Schule um Hajo Riese stammt.<sup>225</sup>

## 4.2 Non-pekuniäre Erträge bei Immobilieninvestitionen

Betrachten wir einen Investor, der zum Zeitpunkt  $t_0$  einen Kapitalbetrag von 100 anlegen möchte. Er habe als Alternative den Kauf einer Bundesanleihe mit einem Kupon von 10 % sowie die Investition in eine Immobilie. Es wird angenommen, dass die Immobilie vermietet ist und über einen voll indexierten Mietvertrag verfügt, der jährliche Mietanpassungen an den allgemeinen Lebenshaltungskostenindex vorsieht, ferner, dass sich die Anfangsrendite der Immobilie von  $t_0$  zu  $t_1$  nicht verändert und dass alle Zahlungen jährlich nachschüssig erfolgen.

Wir unterstellen nunmehr in einer Variante I, dass der Markt sichere und homogene Erwartungen über die Preissteigerung der kommenden Periode hat und von 5 % ausgeht. Der Realzins der Bundesanleihe beträgt damit 4,76 %. Der Realzins beschreibt die Verzinsung des eingesetzten Kapitals unter Berücksichtigung der realen Wertentwicklung der Zinsen und des eingesetzten Kapitals. Die Abweichung der realen Rendite lässt sich auch mittels folgender Überlegung begreifen:

<sup>225</sup> Neben der grundlegenden Arbeit der Berliner Schule, Riese, Inflation, finden sich weitere Überlegungen auch bei Riese, Geld; Betz, Gleichgewicht, und Stadermann, Währung.

Die DM 100, welche man in  $t_0$  für eine Bundesanleihe ausgibt, ist in  $t_1$  real nur noch  $100 / (1+0,05)$ , also DM 95,24 wert. Der reale Wert der in  $t_1$  gezahlten Zinsen von nominell DM 10 beträgt 9,52 DM. Die Summe der realen Werte beträgt somit 104,76 DM, was einer realen Verzinsung von 4,76 % entspricht.

Formal lässt sich dies folgendermaßen darstellen:

$$i_r = (i_n - I)/(1 + I) \quad (1)$$

mit

$i_r$	Realzins
$i_n$	Nominalzins
$I$	Inflationsrate

Die Frage lautet nun, welchen Preis der Investor für die Immobilie zu zahlen bereit ist.

Der Investor wird bei sicheren Erwartungen über die Inflation jene reale Verzinsung des eingesetzten Kapitals verlangen, die er alternativ erhalten würde (Arbitrageüberlegung).

Dabei kann von der Gleichung über den Kapitalwert

$$K_0 = \ddot{U}_1/(1+i_n) + K_1/(1+i_n) \quad (2)$$

mit

$\ddot{U}_1$	Mietüberschuss in Periode 1
$K_1$	Kapitalwert nach Periode 1

ausgegangen werden, wobei

$$K_1 = K_0 \times (1+I) \quad (3)$$



das ist, was sich aus der vollständigen Indexierung des Mietvertrages bei konstant angenommener Anfangsrendite ergibt. Setzt man Gleichung (3) in Gleichung (2) und löst nach  $K_0$  auf, so erhält man für  $K_0$ :

$$K_0 = \ddot{U}_1 / (i_n - I) \quad (4)$$

Bezogen auf unser Beispiel ist der Anleger bereit, DM 200 für die Immobilie zu zahlen.

$$-200 = 10 / (0,05 - 0,10)$$

Obwohl die Anfangsrendite der Immobilie nunmehr nur 5 % beträgt und damit im Vergleich zur Anfangsrendite der Bundesanleihe halb so groß ist, kommen beide Anlagen zu einem Realzins von 4,76 %. Der inhaltliche Grund hierfür liegt in der realen Kapitalerhaltung bei der Immobilieninvestition, die sich aufgrund der Indexierung des Mietvertrages ergibt, und zugleich sinkenden Realzinsen. Die reale Kapitalerhaltung spielt also quantitativ die entscheidende Rolle, ein Umstand, der für die folgenden Überlegungen von Bedeutung ist. Der hohe Preis von 200 für die Immobilien beinhaltet dabei noch keine Prämie für das Hedgen eventueller Risiken. Vielmehr ergibt sich der Preis von 200 bereits bei sicheren und homogenen Erwartungen, bei denen eben keine Inflationsrisiken bestehen.

Wir haben in Variante I unterstellt, dass der Anleger sichere Erwartungen bezüglich der künftigen Preissteigerung hat. Dies ist jedoch eine unrealistische Annahme. Der Anleger kennt zwar die Preissteigerungsrate der vergangenen Periode, doch kann er nur bedingt von dieser auf die zukünftige schließen.

Nehmen wir nun in einer Variante II an, es bestehe die homogene Erwartung, dass die Inflation in der kommenden Periode zwischen 3 % und 7 % betragen wird, d. h. 5 % +/- 2 %-Punkte, eine in der Praxis eigentlich bereits recht genaue Vorhersage. Die folgende Tabelle 6 zeigt die am Ende der Periode erzielten Realzinsen bei Zahlung des unter Variante 1 berechneten Preise für die Assets (Bundesanleihe und Immobilie) durch den Anleger.

Tabelle 6: Realzinsen nomineller und immobilärer Investments

			$i_n =$	10 %
Realzinsen von Investments			$K_0 =$	200
			$\ddot{U}_1 =$	10
	reale Renditen			
Ausprägung der Inflation	Bundesanleihe	Immobilie		
3 %	6,80 %	4,85 %		
4 %	5,77 %	4,81 %		
5 %	4,76 %	4,76 %		
6 %	3,77 %	4,72 %		
7 %	2,80 %	4,67 %		
STABWN	1,41 %	0,06 %		

Der Realzins der Immobilieninvestition  $i_r$  kann hergeleitet werden, indem die Gleichung (1) nach  $i_r$  aufgelöst wird und in Gleichung (4) eingesetzt wird, die dann ebenso nach  $i_r$  aufgelöst wird:

$$i_r = \ddot{U}_1 / K_0 \times (1+I) \quad (5)$$

Die Tabelle veranschaulicht, dass die reale Verzinsung des in die Immobilie investierten Kapitals wesentlich stabiler ist, als die des in die Bundesanleihe investierten Kapitals. Während sich die reale Verzinsung der Immobilieninvestition bei einem Inflationskorridor von 5 % +/- 2 %-Punkte zwischen 4,67 % und 4,85 % bewegt und damit nur um rund 20 Basispunkte streut, schwankt bei gleichen Inflationsraten die reale Rendite der Bundesanleihe zwischen 2,8 % und 6,8 %, somit um ca. 400 Basispunkte, also rund um das zwanzigfache der Schwankung bei der Immobilieninvestition. Dieses wird auch durch die jeweilige Standardabweichung zum Ausdruck gebracht.

Ein risikoaverser Anleger wird bei Unsicherheit über die zukünftige Preissteigerungsrate zumindest dann die Immobilien- der Finanzinvestition vorziehen, wenn beide Anlagen dieselbe reale, d. h. inflationsbereinigte Renditeerwartung aufweisen. Wenn die Anleger risikoavers sind, werden sie bereit sein, eine Prämie für die höhere Inflationssicherheit der Immobilieninvestition zu bezahlen, was bedeutet, dass sie bereit sein werden, eine geringere Anfangsrendite und damit auch geringere reale Rendite bei der Immobilieninvestition zu akzeptieren.

Technisch kann formuliert werden, dass die Anleger eine Prämie zum Hedgen der Inflationsrisiken zahlen werden. Wenn die Streuung der Inflation als geeignetes Maß für das Inflationsänderungsrisiko akzeptiert wird, dann kann die Prämie auch quantitativ bestimmt werden. Schließlich ist die Prämie nichts anderes als eine Option auf eine bestimmte reale Rendite.

Monetär-keynesianisch würde formuliert werden, dass die Immobilieninvestition neben den pekuniären Erträgen non-pekuniäre Erträge in Form einer höheren Sicherheit der Erträge erbringt. So wie Anleger bereit sind, bei einer stabilen Währung geringere Zinsen im Verhältnis zur Fremdwährung zu akzeptieren, akzeptiert der Immobilieninvestor eine geringere Anfangsrendite als Ausgleich für die höhere reale Sicherheit der Investition. Neoklassisch würde formuliert werden, dass es zwei Anlagegüter gibt, eines mit Sicherheit vor Inflation und eines ohne und es mit steigendem Inflationsrisiko zu einer Anpassung der relativen Preise zwischen diesen Gütern kommt.

### **4.3 Konsequenzen non-pekuniärer Erträge von Immobilien für den Wohnungsmarkt**

Die unter der Variante I errechneten Zahlen zeigen bereits, wie extrem Immobilienpreise von der erwarteten Inflation abhängig sein müssen. Bereits bei einer Inflation von 5 %, ein Wert, der zu Beginn der neunziger Jahre in der Bundesrepublik Deutschland fast erreicht wurde, verdoppeln sich die Immobilienpreise – entsprechend sinkende Realzinsen angenommen – theoretisch, ohne dabei die Inflationsänderungsrisiken zu berücksichtigen. Betrachtet man zusätzlich den Schutz, den Immobilien gegen unerwartete Inflationsänderungen bereitstellen, so muss man feststellen, dass Immobilienpreise mit steigender und volatiler Inflation geradezu ex- bzw. auch implodieren können.

Weil die Bewertung von Immobilien auf dem Vermögensmarkt von makroökonomischen Faktoren (insbesondere von der Höhe der Inflation und der Höhe der Inflationsrisiken) bestimmt wird, gehen aus den Gütermärkten stammende Preissignale, die nach

der güterwirtschaftlichen Argumentation Angebot und Nachfrage steuern sollen, gegenüber den aus dem Vermögensmarkt stammenden Preissignalen völlig unter.

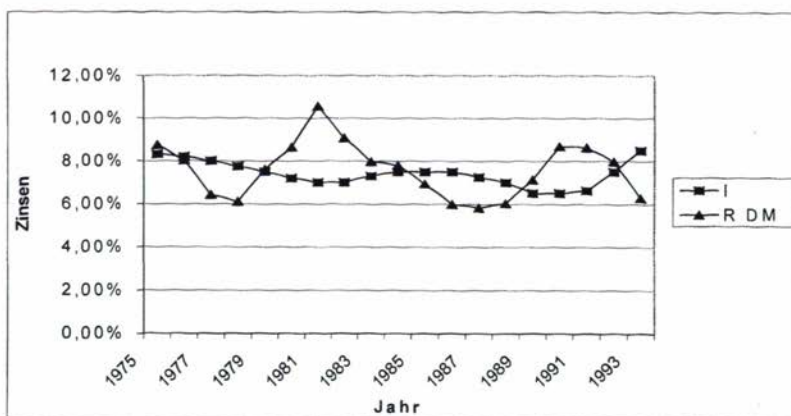
Ein numerisches Beispiel zeigt die Bedeutungslosigkeit der Preissignale aus dem Gütermarkt gegenüber den vermögensmarktbedingten Preissignalen: So führt eine Einkommenserhöhung von 5 % bei konstantem Anteil  $w$  der Konsumausgaben am Einkommen zu einer Preissteigerung von 5 % der Flächennutzungsmöglichkeiten und damit – konstante Anfangsrenditen unterstellt – ebenso der Immobilienpreise, während sich die Immobilienpreise bei einer Erhöhung der Preissteigerungsrate von 0 % auf 5 % und entsprechend sinkenden Realzinsen c. p. deutlich mehr als verdoppeln.

Weil nicht die Preise auf dem Gütermarkt (Preise als Entgelte für die Nutzungsmöglichkeit einer Fläche) den Preis des Vermögensgegenstandes Immobilie (Investitionsgut, welches die Nutzungsmöglichkeit einer Fläche und damit das gehandelte Gut zu erbringen vermag) primär determinieren, können Preise nicht Angebot und Nachfrage steuern. In einem wenn auch gering inflationären Umfeld ist der güterwirtschaftlich postulierte Preis-Mengen-Mechanismus aus den genannten vermögensmarktwirtschaftlichen Gründen und damit bereits ohne Rekurs auf die unter Punkt 5 dargelegten optionstheoretischen Überlegungen pervertiert. Andererseits müsste unter Rückgriff auf die Effekte des Vermögensmarks ohne Einbeziehung optionstheoretischer Überlegungen güterwirtschaftlich argumentiert werden, dass es mit inflationär bedingt steigenden Immobilienpreisen zu einer Angebotsausweitung kommt.

#### **4.4 Weitere vermögensmarktwirtschaftlich bedingte Phänomene**

Statistisch ist nachweisbar, dass Preisentwicklungen von Immobilien konsequenterweise sehr viel mehr mit Währungspolitik als mit Immobilienmärkten zu tun haben. Die folgende Abbildung 23 zeigt den empirischen Zusammenhang zwischen Hypothekenzinsen und Liegenschaftszinsen in der Bundesrepublik Deutschland auf.

Abbildung 23: Liegenschaftszinsen und langfristige Zinsen in der Bundesrepublik Deutschland



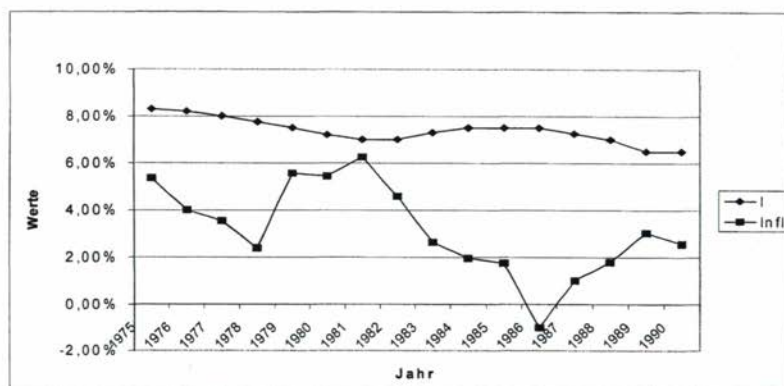
Quellen:

L.....Liegenschaftszinsen von Industriegrundstücken: DTZ Zadelhoff

R DM...Renditen: Deutsche Bundesbank

Ebenso lässt sich eine Relation zwischen Inflationshöhe und damit -risiken und Liegenschaftszinsen aufzeigen.

Abbildung 24: Liegenschaftszinsen und Inflationsraten in der Bundesrepublik Deutschland



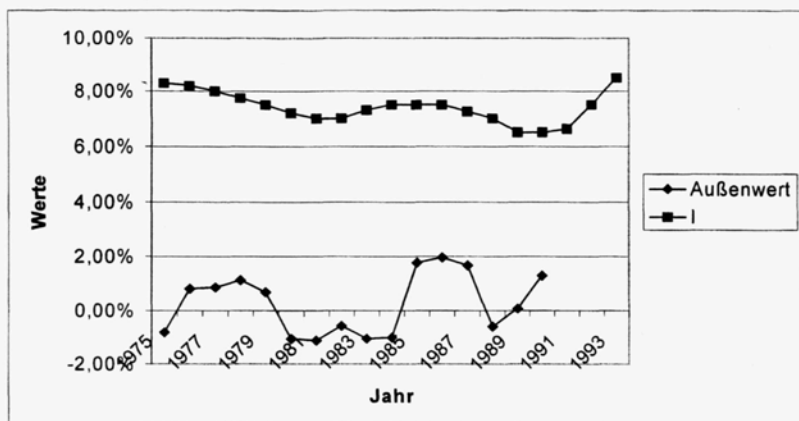
Quellen:

L.....Liegenschaftszinsen von Industriegrundstücken: DTZ

I.....Preissteigerungsraten: Statistisches Bundesamt

Betrachtet man den Verlauf des Außenwertes der DM, so kann auch hier der währungs-  
politische Zusammenhang dargelegt werden: Der Außenwert läuft der Preisentwicklung  
von Immobilien und insbesondere der Entwicklung von Liegenschaftszinsen voraus,  
weil beide, Außenwert und Immobilien, Fluchthäfen für die Vermögensbesitzer sind.  
Sind die Vermögensbesitzer unsicher über die Stabilität der DM, so verlassen sie zu-  
nächst teilweise die Währung nach außen, indem sie beispielsweise US-Dollar kaufen  
und dann nach innen, indem sie Immobilien kaufen. Es kann nicht ausgeschlossen wer-  
den, dass die Vermögensbesitzer parallel die Währung nach außen und nach innen ver-  
lassen und dass Ersteres nur aufgrund der genaueren Messbarkeit zuerst sichtbar wird.

Abbildung 25: Liegenschaftszinsen und Außenwert der DM in der Bundesrepublik  
Deutschland



Quellen:

L.....Liegenschaftszinsen: DTZ-Zadelhoff  
Außenwert der DM..... Deutsche Bundesbank

Die aus der Discounted-Cash-Flow-Perspektive zunächst paradox erscheinende Be-  
obachtung, dass sich die Liegenschaftszinsen entgegengesetzt zu den Hypothekenzinsen  
verhalten, lässt sich nunmehr einfach erklären: Hohe nominelle Hypothekenzinsen tre-  
ten i. d. R. zusammen mit hohen Inflationsraten und damit Inflationserwartungen sowie  
hohen Inflationsänderungsrisiken auf. Der Preiseinfluss der Inflation auf die Immobilien  
übersteigt bei weitem den der Zinsen, so dass es im Saldo mit den hohen Zinsen einher-



gehend zu hohen Immobilienpreisen und damit niedrigen Liegenschaftszinsen (Anfangsrenditen) kommt.

Bei einer wirtschaftshistorischen Betrachtung wird die Entwicklung der Immobilienmärkte letztlich zu einer Geschichte der Währungspolitik. Beispielsweise brach das System von Bretton-Woods in zwei Stufen - 1971 mit der Aufhebung der Gold-Parität und 1973 mit der Aufhebung fester Wechselkurse - zusammen.<sup>226</sup> Zuvor hat das international inflationäre Umfeld zu einer Preis-Hausse an den Immobilienmärkten geführt.

Besonders deutlich konnte der Zusammenhang an der Entwicklung des Londoner Immobilienmarkts nach dem Ausscheiden des Britischen Pfundes aus dem EWS beobachtet werden. So stieg nach dem Ausscheiden des Pfundes aus dem EWS im Jahre 1992 aus der Sicht der Halter von Vermögenstiteln in Pfund das Inflationsrisiko in Pfund, was zunächst zu einem Zusammenbrechen des Pfund-Kurses und dann zu einer Senkung der Anfangsrenditen am Londoner Immobilienmarkt geführt hat. Die Mieten selbst (güterwirtschaftlicher Aspekt) stiegen erst im Nachhinein mit dem sich anschließenden wirtschaftlichen Aufschwung.

#### **4.5 Das Finanzierungsverhalten der Banken im inflationären Umfeld: der Beleihungswert als originäre oder derivative Größe**

Wenn der Ertragswert der zu erstellenden Immobilie *nur* aufgrund der güterwirtschaftlich determinierten hohen Mieten gegeben ist, d. h. dass keine inflationär bedingte Prämie gezahlt wird, dann kann man die Investition annuitätisch so darstellen, dass eine Finanzierung des Ertragswerts zu Marktkonditionen (nomineller Zins) rechnerisch möglich ist. Zu Marktkonditionen bedeutet dabei, dass, entsprechend dem unter Punkt 3.3 dargestellten Finanzierungspostulat von Williamson, die Bank so viel finanziert, wie sie

---

<sup>226</sup> Emminger, D-Mark, S. 172 ff.

meint vertreten zu können, und der Rest mit Eigenkapital zu finanzieren ist, dessen Kosten schließlich ebenso Marktpreise sind.

Hängt der hohe Ertragswert hingegen auch von der vermögensmarktbedingten Bewertung, welche sich in einem inflationären Umfeld einstellt, ab, so ist eine Finanzierung zu den im letzten Absatz genannten Finanzierungskosten nicht mehr möglich. Man sollte annehmen, dass Banken als Finanziers des Fremdkapitalanteils im Falle der hohen Bewertung der zukünftigen Erträge aufgrund der vermögensmarktbedingten Bewertung ihre Finanzierung entsprechend der annuitätischen Belastbarkeit der Objekte zurückhalten. Es lässt sich jedoch empirisch nachweisen, dass Banken in Zeiten von vermögensmarktbedingt hohen Bewertungen eher mehr finanzieren und in Zeiten von vermögensmarktbedingt niedrigen Bewertungen eher noch weniger finanzieren als sich annuitätisch trägt.

Für dieses Finanzierungsverhalten gibt es zumindest zwei Begründungsansätze. Zum einen ermittelt noch heute eine Vielzahl von Banken den Beleihungswert als derivativen Wert des Verkehrswerts. Auch die nicht abbrechende Diskussion über die Ermittlung von Beleihungswerten als derivative Werte aus dem Verkehrswert – zuletzt: Werth<sup>227</sup> – deutet auf dieses Verhalten hin. Verkehrswerte in Zeiten hoher Inflationsraten und damit Inflationsrisiken können sich jedoch nicht annuitätisch darstellen lassen, weswegen Beleihungswerte entsprechend weit unter dem Verkehrswert liegen müssen, siehe Sotelo<sup>228</sup>, Rüchardt<sup>229</sup>, Kleiber<sup>230</sup> und Kerl<sup>231</sup>.

Zum anderen kommt es in Zeiten höherer Inflationsraten gelegentlich auch zu höheren Wachstumsraten und Wachstumserwartungen. Dieses ist nicht zwangsläufig; man beachte die Diskussion aus den siebziger Jahren unter dem Stichwort Stagflation. Wenn Banken das Finanzierungsvolumen aus der tragbaren Annuität ableiten und dabei dynamisch – und sei es rein inflationsbedingt – von steigenden Mieterträgen ausgehen, kommt es in Zeiten höherer Inflationsraten zu Finanzierungen, die sich ex post, nach-

<sup>227</sup> Werth, Beleihungswerte, S. 257-266.

<sup>228</sup> Sotelo, Beleihungswertermittlung, S. 650-656.

<sup>229</sup> Rüchardt, Verkaufswert, S. 550-557.

<sup>230</sup> Kleiber, Verkaufswert, S. 200-204.

<sup>231</sup> Kerl, Hypothekarkredit, S. 37-46.



dem die Notenbank auf die monetäre Bremse getreten hat, nicht mehr aus den Mieten darstellen lassen.

#### **4.6 Zusammenfassung des vermögensmarktwirtschaftlichen Theorieansatzes**

Aus der vermögensmarktwirtschaftlichen Argumentation ergab sich primär eine Kritik des güterwirtschaftlichen Ansatzes: Da die Preisbildung von Immobilien, d. h. der Investitionsgüter, die Flächennutzungsmöglichkeiten erbringen, primär aus ihrer Eigenschaft als Vermögensgut resultiert, können Immobilienpreise nicht jene Signalfunktion übernehmen, die ihnen im güterwirtschaftlichen Modell zugewiesen wird. Bereits ohne die Berücksichtigung von Inflationsänderungsrisiken werden sich Immobilienpreise – aufgrund mit hohen Inflationsratenänderungen einhergehenden massiven Schwankungen der Realrendite – sehr stark in Abhängigkeit von Inflationsraten bewegen. Ein numerisches Beispiel zeigte, dass sich aus diesem Grunde Immobilienpreise c. p. bereits verdoppeln können, wenn ausgehend von Preisstabilität die Inflation auf fünf Prozent steigt. Zusätzlich sind Immobilien in der Lage Inflationsänderungsrisiken zu hedgen. Investoren sind daher bereit, eine Prämie für Immobilien zu zahlen, die zu sinkenden Renditen im Immobilienmarkt führt und die von der monetär-keynesianischen Schule als non-pekuniärer Ertrag bezeichnet wird.

Ausgehend davon, dass fehlende Geldwertstabilität ein Datum und keine Variable ist, ergaben sich aus dem vermögensmarktwirtschaftlichen Ansatz keine spezifischen Handlungsempfehlungen für staatliches Handeln. Die Forderung nach Geldwertstabilität wird umgekehrt – von ihrer generellen Berechtigung einmal abgesehen – nicht allein aus der wohnungspolitischen Argumentation herzuleiten sein.

Schließlich blieb festzuhalten, dass es zwar richtig ist, dass die vermögensmarktbedingten Preissignale die güterwirtschaftlichen überschatten, dass aber letztlich die Effekte des Vermögensmarktes primär nur den Vermögensmarkt und nicht den Gütermarkt tangieren. Der Einfluss des Vermögensmarktes beschränkt sich auf die Bewertung von In-

vestitionsgütern, also den Vermögensgegenständen, was nicht gleichbedeutend damit ist, dass ein Einfluss auf Bestandsveränderungen vorliegt. Der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz soll in dieser Arbeit nur eine Bewertung der vorhandenen Bestände bieten. Die optionstheoretischen Überlegungen weisen vielmehr den Weg, wie es zu quantitativen Bestandsveränderungen im Vermögensmarkt und damit zur Ausweitung des Angebotes kommt.

## 5 Der optionstheoretische Ansatz

In der Literatur sind Grundstücke bislang mehrheitlich – mit wenigen Ausnahmen<sup>232</sup> – nicht als Optionen begriffen worden. Erst in jüngster Zeit finden sich im Zuge des Siegeszuges des Realoptionsansatzes zunehmend – teilweise noch unveröffentlicht – Arbeiten, die den Realoptionsansatz verwenden<sup>233</sup>. In den Arbeiten, die Grundstücke als Optionen begreifen werden jedoch nicht die hiermit verbundenen wohnungspolitischen Implikationen erkannt. Dies ist um so verwunderlicher, als seit den bahnbrechenden Arbitrageüberlegungen von Black und Scholes<sup>234</sup> die Optionspreistheorie gerade auch in den Vereinigten Staaten auf praktisch jeden ökonomisch zu analysierenden Sachverhalt angewandt wird, insbesondere auf die Bewertung von Eigenkapitalpositionen.

Zunächst werden Grundstücke als Optionen erkannt. Während die explizite Behandlung von Grundstücken als Optionen in der Literatur aufgegriffen wird, findet die implizite Behandlung von Grundstücken als Optionen in der Literatur ihre Darstellung. Dann werden die wirtschaftlichen Voraussetzungen zur Bebauung eines Grundstücks als nicht-trivial erarbeitet. Hieraus leiten sich Notwendigkeiten und Möglichkeiten staatlicher Interventionen ab.

### 5.1 Grundstücke als Realoptionen

Der folgende, optionstheoretische Ansatz geht von dem Faktum aus, dass zur Errichtung einer Immobilie, die über Flächen verfügt und über deren Nutzbarkeit ihren Ertragswert erlangt, immer ein Grundstück benötigt wird. Zwar kann man versuchen, Beispiele von Immobilien zu konstruieren, die keines Grundstücks bedürfen (z. B. Ausbau eines Dachgeschosses), doch erkennt man schnell, dass sich diese Beispiele an einer juristischen Definition des Grundstücks orientieren, dagegen die ökonomische Definition ei-

<sup>232</sup> Z. B. Titman, Urban Land, Capozza / Li, Timing.

<sup>233</sup> Downing/Wallace, Real Options.

<sup>234</sup> Black/Scholes, Options, S. 637-654.

nes Grundstücks als Baurecht sinnvoll erscheint. Wir können also in einem ersten Schritt definieren:

Ein Grundstück ist das Recht, zu einem beliebigen Zeitpunkt eine bestimmte über Art und Maß der baulichen Nutzung festgelegte Qualität einer Fläche zu errichten oder zu verändern. Bereits aus dieser Definition ergibt sich der Optionscharakter des Grundstückes: Der Grundstückseigentümer kann, muss aber nicht die Immobilie errichten; er hat ein Baurecht, aber keine Baupflicht. Zugleich zeigt sich, dass sich die Definition nicht nur auf die Neuerrichtung von Flächen bezieht, sondern auch auf die Erneuerung, den Umbau und die Modernisierung von bereits bestehenden Flächen.

So hat beispielsweise der Eigentümer eines alten Mietshauses mit Wohnungen ohne Bädern die Möglichkeit (Option), Bäder einzubauen und damit die Wohnungen in ein höherwertiges Segment zu überführen, d. h. Flächen eines bestimmten Qualitätssegments zu erhalten. Der Optionscharakter von Immobilieninvestitionen bezieht sich also nicht nur auf den Neubau, sondern auf alle Arten von Investitionen in Immobilien zur Veränderung der von der Immobilie bereitgestellten Fläche und damit auf praktisch alle Grundstücke und Bestandsobjekte.

Wenn wir Grundstücke als Optionen identifiziert haben und dabei das Grundstück sogar im Umkehrschluss eben über diesen Optionscharakter sinnvoll definieren, so stellt sich zunächst die Frage der Bewertung dieser Option. Eine Option ist das Recht, innerhalb einer bestimmten Zeit oder zu einem festen Zeitpunkt einen Vermögensgegenstand zu einem bereits jetzt festliegenden Preis (Basispreis) zu erwerben.

Bei der Bebauung eines Grundstücks ist die Nutzen stiftende Immobilie der Vermögensgegenstand, der im Verhältnis zu den Schwankungen der Erträge und vor allem der Immobilienpreise mit relativ konstanten (Bau)-Kosten errichtet werden kann. Die Baukosten entsprechen insoweit dem konstanten Basispreis der Option.

Bei Optionen spricht man von einem inneren und einem äußeren Wert. Der innere Wert ergibt sich aus der Subtraktion des Basispreises vom Marktwert des bebauten Vermögensgegenstandes und der äußere Wert ist jener Betrag, um den die Option mehr

Wert ist als der innere Wert. Der äußere Wert stellt das sogenannte Aufgeld der Option dar. Der äußere Wert von Aktienoptionen lässt sich mit Hilfe der von Black und Scholes<sup>235</sup> entwickelten Formeln ermitteln. Der Wert der Option hängt von der Restlaufzeit, der Volatilität des zugrunde liegenden Wertes und vom Zinsniveau ab.

### 5.1.1 Überblick zur optionstheoretischen Literatur

International hat erstmals Sheridan Titman<sup>236</sup> 1985 in seinem Aufsatz 'Urban Land Prices under Uncertainty' die optionstheoretische Betrachtungsweise auf Grundstücke angewendet. Hierauf fußen die Arbeiten von Capozza/Helsley<sup>237</sup>, Capozza/Sick<sup>238</sup> und Capozza/Li<sup>239</sup>. Auch Joseph T. Williams<sup>240</sup> hat 1991 auf die optionstheoretische Betrachtungsweise von Grundstücken hingewiesen. All diesen Aufsätzen gemeinsam ist eine eher stadtplanerische Sichtweise. Die Fragestellung lautet, ob, wann und in welchem Maße Grundstücke in einem Marktmechanismus bebaut werden und welche Konsequenzen sich hieraus für die Stadtstruktur ergeben. Wohnungspolitische Konsequenzen, die sich insbesondere aus der Frage ergeben, wenn Grundstücke in einem Marktmechanismus aufgrund des Optionscharakters nicht bebaut werden, werden hingegen nicht thematisiert. Titman liefert die Erklärung dafür, wieso ein innerstädtisches Grundstück mit hohem Bodenwert nicht bebaut wird; weder hinterfragt noch erklärt Titman hingegen, wieso Grundstücke mit geringen Bodenwerten überhaupt bebaut werden. In Deutschland ist der optionstheoretische Ansatz erstmals von Sotelo<sup>241</sup> in die wohnungswirtschaftliche Diskussion eingebracht worden.

Noch bis in die neunziger Jahre wurden ernsthaft z. B. von Guntermann<sup>242</sup> subjektive Annahmen der Marktteilnehmer und damit heterogene Erwartungen für die Aufgelder,

<sup>235</sup> Black/Scholes, Options, S. 637-654.

<sup>236</sup> Titman, Urban Land, S. 505-514.

<sup>237</sup> Capozza/Helsley, City, 187-203.

<sup>238</sup> Capozza/Sick, Land Markets, S. 297-319.

<sup>239</sup> Capozza/Li, Timing, S. 889-904.

<sup>240</sup> Williams, Development, S. 191-208.

<sup>241</sup> Sotelo, Dilemma, S. 142-146.

<sup>242</sup> Guntermann, Development, S. 1-17.

welche er bei Grundstücken beobachtet hat, verantwortlich gemacht. Grenadier<sup>243</sup> argumentiert zwar teilweise auch optionstheoretisch, zieht aber nicht die notwendigen Schlüsse, sondern bleibt in einer Argumentation hängen, welche ihren Schwerpunkt auf den time-lag zwischen Baumentscheidung und Baufertigstellung legt.

Autoren wie Bourassa<sup>244</sup>, Hammel<sup>245</sup> und Clark<sup>246</sup>, Anhänger einer klassischen, pre-marginalistischen und bisweilen marxistischen Richtung, begreifen die zu beobachtenden Phänomene der Aufgelder unter der Theorie des „rent-gap“. Damit erklären sie die Tatsache, dass bebaute Grundstücke weniger wert sind als die Summe der unbebauten sowie der Kosten für die Errichtung des Bauwerkes, und dass sich bei bebauten Grundstücken die Verzinsung aus der tatsächlichen Nutzung ergibt, während sich die Verzinsung von unbebauten aus der möglichen, optimalen Verzinsung ergebe.

Wieder andere Autoren, z. B. Adair, Berry und McGreal<sup>247</sup>, Adams und May<sup>248</sup> sowie Hughes und Madin<sup>249</sup> versuchen, die empirisch zu beobachtenden Preise von bebauten und unbebauten Grundstücken über das Verhalten der Akteure, d. h. einzelner Gruppen von Akteuren zu erklären.

Parallel und unabhängig zur immobilienpezifischen Literatur hat die Thematik, welche unter dem Begriff Realooptionen (real options) subsumiert werden kann, an Bedeutung gewonnen. Der Ansatz Realooptionen bezeichnet mit „real“ dabei die Tatsache, dass die Optionen eben nicht als derivative Finanzprodukte zu verstehen sind, sondern Möglichkeiten einer realen Investition darstellen. Die wichtigsten Vertreter dieser Richtung sind Trigeorgis<sup>250</sup>, Dixit und Pindyck<sup>251</sup> sowie Amran und Kulatilaka<sup>252</sup>. In Deutschland wird der Ansatz u. a. von Hommel vertreten. Hommel, Vollrath und Wieland<sup>253</sup> geben einen

<sup>243</sup> Grenadier, Cycles, S. 95-119.

<sup>244</sup> Bourassa, Gap Hypothesis, S. 458 f.

<sup>245</sup> Hammel, Rent Gap, S. 1283-1293.

<sup>246</sup> Clark, Rent Gap, S. 1489-1503.

<sup>247</sup> Adair/Berry/McGreal, Land Availability, S. 59-69.

<sup>248</sup> Adams/May, Land Ownership, S. 681-705.

<sup>249</sup> Hughes/Madin, Rented Housing, S. 35-55.

<sup>250</sup> Trigeorgis, Real Options.

<sup>251</sup> Dixit/Pindyck, Investment.

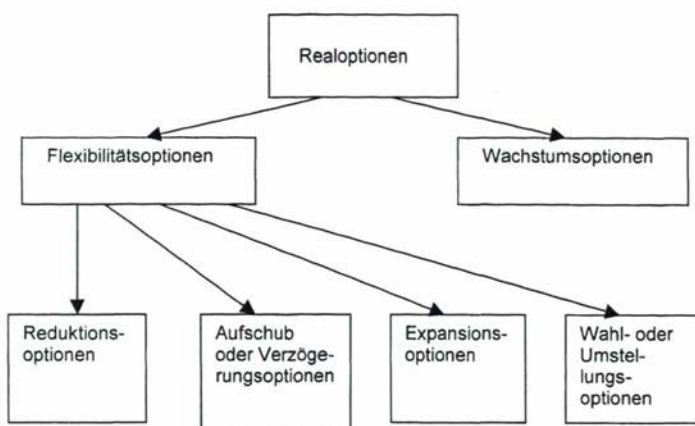
<sup>252</sup> Amran/Kulatilaka, Real Options.

<sup>253</sup> Hommel/Vollrath/Wieland, Realooptionsansatz.

Überblick zur Literatur und arbeiten die Bedeutung des Realloptionsansatzes für Investmentbanken heraus.

Ein sehr guter aktueller Einstieg in die Literatur über Zusammenhänge zwischen Realoptionen und Immobilien findet sich bei Lucius<sup>254</sup>. In Anlehnung an Lucius lassen sich Realoptionen, wie in der folgenden Abbildung dargestellt, systematisieren:<sup>255</sup>

Abbildung 26: Systematisierung von Realoptionen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Lucius, Realoptionen, S. 13 bis 16.

Während die Flexibilitätsoptionen tendenziell das Hauptaugenmerk auf Fragen der Informationsbeschaffung und Fragen der Entscheidung bei unvollständiger Information richten, wird der Ansatz der Wachstumsoptionen auch zur Bewertung von Eigenkapitalpositionen von Unternehmen verwendet.

In dieser Arbeit wird ein Grundstück als Option begriffen. Der Optionscharakter ergibt sich daraus, dass ein Grundstück ein Baurecht und nicht eine Baupflicht darstellt. Entscheidend ist also weder, dass der Investor bei einer späteren Bebauung mehr Informationen hat als heute, noch dass wir die Option als Wachstumsoption begreifen. In dieser

<sup>254</sup> Lucius, Realoptionen, S. 13-16.

<sup>255</sup> Siehe hierzu auch die Systematisierung von Trigeorgis, Real Options, S. 2-3.



Arbeit hängt das wertbestimmende Aufgeld des Grundstücks ausschließlich von der Volatilität des Wertes des bebauten Grundstücks, der Zinsen und der Baukosten (Projektkosten ohne Grundstück) als Basispreis der Option ab. Während Titman<sup>256</sup> sowie Capozza / Li<sup>257</sup> die Bebauungsdichte als Variable ansehen und auch hieraus mit den Optionscharakter von Grundstücken begründen, wird in dieser Arbeit angenommen, dass das Baurecht exogen (z. B. gemäß § 30 BauGB; Zulässigkeit von Bauvorhaben im Geltungsbereich eines Bebauungsplanes) gegeben ist und sich der Optionscharakter ausschließlich aus dem Recht dieser vorgegebenen Bebauung ergibt.

Neben Williams<sup>258</sup> haben auch Grenadier<sup>259</sup> und Quigg<sup>260</sup> und Quigg<sup>261</sup> den optionstheoretischen Ansatz zur Bewertung von Grundstücken und für Fragen der Projektentwicklung angewendet und weitergeführt. Auf die wohnungswirtschaftliche Literatur hat der optionstheoretische Ansatz bisher noch keinen Einfluss genommen.

### 5.1.2 Der Optionsansatz in der Wertermittlungsdebatte

Wenngleich das Begreifen von Grundstücken als Optionen in der Literatur nur in ersten Ansätzen eine explizite Beachtung gefunden hat, erkennt man doch optionstheoretische Überlegungen implizit bei einigen Diskussionen, insbesondere bei jener zur Bewertung von unbebauten Grundstücken.<sup>262</sup>

Das Residualverfahren dient gerade in angelsächsischen Ländern zur Ermittlung von Grundstückswerten. In Deutschland stellt laut der Wertermittlungsverordnung von 1988 (WertV 88) die Residualermittlung kein zulässiges Wertermittlungsverfahren zur

<sup>256</sup> Titman, Urban Land, S. 505-514.

<sup>257</sup> Capozza / Li, Timing, S. 889-904.

<sup>258</sup> Williams, Development, S. 191-208.

<sup>259</sup> Grenadier, Options, S. 1653-1679.

<sup>260</sup> Quigg, Real Options, S. 621-640.

<sup>261</sup> Quigg, Development, S. 265-280.

<sup>262</sup> Die Ausführungen zum Zusammenhang zwischen der Residualwertermittlung und dem optionstheoretischen Ansatz basieren auf Sotelo, Vergleichsmietensystem, S. 1513-1523.



Verkehrswertermittlung (§ 194 BauGB) dar.

Bei der Residualbetrachtung zur Bewertung unbebauter Grundstücke wird davon ausgegangen, dass ein Projektentwickler nicht mehr für ein Grundstück zahlen kann, als der zu errichtende Vermögenswert trägt.<sup>263</sup> Dazu ist zunächst der Vermögenswert nach Fertigstellung zu bestimmen. Dieser Vermögenswert wird i. d. R. mittels eines Ertragswertverfahrens errechnet, bei dem die künftigen Erträge wertbestimmend sind.<sup>264</sup>

Der Ertragswert kann mit unterschiedlichen Verfahren ermittelt werden. Neben dem Ertragswertverfahren entsprechend der Wertermittlungsverordnung 1988 (WertV 88) sind aus den angelsächsischen Ländern die Investment-Methode bekannt, ein ebenso statisches Wertermittlungsverfahren bei Diskontierung der künftigen Erträge mit einer Anfangsrendite – genannt All Risk Yield (ARY) – und das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren), ein dynamisches Verfahren, welches künftige Erträge differenziert betrachtet und abzinst sowie explizite Wachstumsannahmen benötigt. Der Vermögenswert kann alternativ auch als Vergleichswert ermittelt werden.

Von dem festgestellten Vermögenswert werden sodann alle Kosten, welche zur Errichtung und Vermarktung des Objektes notwendig sind, abgezogen. Neben den Baukosten sind die Baunebenkosten, Zwischenfinanzierungskosten, die Vertriebskosten und die Eigenkapitalverzinsung (= Marge) des Projektentwicklers zu nennen. Das verbleibende Residuum ist jener Grundstückswert, den ein Projektentwickler maximal für das Grundstück zahlen kann. Die folgende Tabelle 7 zeigt die Vorgehensweise an einem numerischen Beispiel. Die Tabelle stellt die Residualbetrachtung zu einem Grundstück in Potsdam für das Jahr 1998 dar, auf dem ein Bürogebäude gebaut werden kann. Die Werte sind auf den Quadratmeter Nutzfläche runtergebrochen. In einer Bestlage von Potsdam (Berliner Straße) betrage die Büromiete aufgrund der Marktlage in der Spitze 18 DM/m<sup>2</sup>. Bei Verkehrswerten zum 13-fachen der jährlichen Nettomiete ergäbe sich ein negatives Residuum.

<sup>263</sup> Siehe auch für andere: Kleiber, Verkehrswertermittlung, S. 991 ff.

<sup>264</sup> Eine sehr gute Darstellung findet sich bei Leopoldsberger, Wertermittlung, S. 69 ff.

Tabelle 7: Numerisches Beispiel zur Residualberechnung.

	DM/m <sup>2</sup>
Wert nach Fertigstellung	2.808,-
./. Baukosten einschließlich Baunebenkosten	2.700,-
./. Zwischenfinanzierung	150,-
./. Marge (20 % vom Wert nach Fertigstellung)	550,-
./. Vertrieb (5 % vom Wert nach Fertigstellung)	140,-
Residuum	-732,-

Nicht das mathematisch errechnete Ergebnis ist bei der Residualmethode problematisch, sondern dessen Interpretation. Das Residualverfahren berechnet optionspreistheoretisch gesprochen den inneren Wert der Option. Es sagt uns, ob die Option im Geld, am Geld oder aus dem Geld ist, es kann uns aber nichts über den Wert der Option verraten, der sich jeweils aus dem inneren und dem äußeren Wert zusammensetzt.

Die Residualmethode ist zur Ermittlung von Bodenwerten ungeeignet, weil Grundstücke dem Eigentümer das Recht geben, zu bauen, nicht aber mit einer Baupflicht verbunden sind. Die Ergebnisse einer Residualbetrachtung können nie dem Grundstückswert entsprechen, sondern immer nur dem inneren Wert der Option Grundstück.

Grundstücke sind Baurechte und bewerten sich dementsprechend über ihren Optionscharakter. Negative Grundstückswerte sind aufgrund des Optionscharakters auch nicht am Markt zu beobachten, auch wenn die meisten Grundstücke einen negativen inneren Wert haben mögen. Der Optionscharakter von Grundstücken ist immer gegeben, unabhängig davon, ob sie über einen positiven oder negativen inneren Wert verfügen. Verfügt das Grundstück über einen positiven inneren Wert, so befindet es sich optionspreistheoretisch gesprochen im Geld. Ist das Residuum negativ, so befindet sich die Option aus dem Geld. In jedem Fall verfügt die Option über einen Wert, der höher ist als der innere Wert der Option, insoweit das Aufgeld der Option positiv ist.

Die Verwendung des Residualverfahrens zur Ermittlung von Verkehrswerten ist in der Wertermittlungsdebatte der letzten Jahre eine der schlimmsten Fehlentwicklungen über-

haupt.<sup>265</sup> In der Literatur<sup>266</sup> wird zu Recht kritisiert, dass minimale Abweichungen der eingehenden Werte in die Residualberechnung bei geringen Bodenwerten zu sehr hohen Residualschwankungen führen, wodurch die Aussagekraft des Residuums stark eingeschränkt wird. So oszilliert das Residuum bei einem Grundstück, dessen Wert nach Bebauung ca. 10 % des Gesamtwertes des bebauten Grundstücks ausmacht, rechnerisch um ca. 100 %, wenn der Vermögenswert oder die Kosten um ca. 10 % abweichen. Entscheidend ist aber die Schwäche des Verfahrens aufgrund der Missachtung des Optionscharakters von Grundstücken.

Zwar könnten Grundstückswerte theoretisch beispielsweise anhand von Zustandsbäumen<sup>267</sup> nach Hull<sup>268</sup> berechnet werden, doch scheitert dieses Vorgehen an hinreichenden Daten. Die WertV 88 als legale Grundlage zur Ermittlung von Verkehrswerten schreibt richtigerweise vor, Grundstücke als Vergleichswerte zu ermitteln (§ 13 Abs. 2 WertV 88). Wenn über den Vergleichswert der Grundstückswert zuverlässig bestimmt und über das Residuum der innere Wert der Option Grundstück berechnet werden kann, so kann mit diesen beiden Werten durch Subtraktion des Residuums vom ermittelten Grundstückswert der äußere Wert der Option Grundstück, d. h. das Aufgeld der Option errechnet werden.

## 5.2 Die Bebauung von Grundstücken als optionstheoretische

### Problemstellung

Grundsätzlich sind zwei Anwendungen der Optionspreistheorie im Zusammenhang mit der Bebauung von Grundstücken möglich. Zum Einen kann unter der Annahme, dass Grundstücke bebaut werden, sofern das Aufgeld null ist, d. h. wenn Zinskosten als Opportunitätskosten das Aufgeld kompensieren, bzw. überkompensieren, gefragt werden, wann das Aufgeld null ist und das Grundstück bebaut wird; eine Fragestellung, die bei-

<sup>265</sup> Ausführlich bei Sotelo, WertV, S. 91-96.

<sup>266</sup> Stellvertretend Kleiber, Verkehrswertermittlung, S. 994.

<sup>267</sup> Siehe auch Kruschwitz, Optionspreistheorie, S. 25.

<sup>268</sup> Hull, Options, S. 201 f.

spielsweise der Herangehensweise von Titman<sup>269</sup> entspricht. Andererseits kann gefragt werden, unter welchen Bedingungen es zu einer Grundstücksbebauung kommen kann, obwohl das Aufgeld der Option Grundstück positiv ist, welches die in dieser Arbeit gewählte Betrachtungsweise ist. Während zunächst die Anwendungsmöglichkeit der Optionspreistheorie bezogen auf die Bewertung des Aufgeldes diskutiert wird, soll folgend die Frage der Bebauung eines Grundstücks mit positivem Aufgeld Behandlung erfahren. Die Beantwortung dieser Frage wird konstituierend für die zu formulierenden Handlungsempfehlungen.

## **5.2.1 Die Anwendung der klassischen Optionspreistheorie auf den Bodenmarkt**

Optionspreistheorie bietet teilweise Algorithmen zur Bewertung des Optionswertes, also der Summe aus dem inneren und dem äußeren Wert einer Option, teilweise jedoch nur Zufallsbäume zur Abschätzung der Werte. Als bahnbrechend kann der von Black/Scholes entwickelte Algorithmus zur Bewertung von Aktienoptionen bezeichnet werden, insoweit erstmals über ein Arbitrageprozess faire Preise für Optionen errechnet werden konnten.

Der von Black/Scholes entwickelte Algorithmus ist nicht geeignet den Wert eines Grundstückes mathematisch zu errechnen. Die Bewertungsformel von Black/Scholes gilt zunächst nur für Aktienoptionen (europäische und amerikanische), bei denen die Aktie während der Laufzeit der Option keine Dividende ausschüttet. Später wurden auch Modelle für die Fälle entwickelt, dass Ausschüttungen während der Laufzeit erfolgen.<sup>270</sup> Grundstückswerte können sich jedoch nicht wie Aktienoptionen mit Ausschüttung verhalten, da nach Hull<sup>271</sup> die Besonderheit an der Ausschüttung nicht die Dividende selbst, sondern der Kurs der Aktie ex Dividende ist. Immobilien haben aber keine

<sup>269</sup> Titman, Urban Land, S. 505-514.

<sup>270</sup> Für die europäische Aktienoption siehe Hull, Options, S. 258 und für die amerikanische Option siehe Roll, American Call Options, S. 251-258 sowie Whaley, Valuation, S. 207-211.

<sup>271</sup> Hull, Options, S. 257.

Verkehrswerte vor und nach Mietzahlungen; dies bereits deswegen, weil die Mieten i. d. R. monatlich gezahlt werden. Grundstücke als Optionen sind vielmehr wie amerikanische Währungsoptionen zu begreifen, bei denen unterschiedliche Verzinsungen in den jeweiligen Währungsräumen vorhanden sind. Das Geld in der Landeswährung entspricht dann der einen, die Investition in die Immobilie der anderen Währung. Für die Bewertung amerikanischer Währungsoptionen gibt es bis dato keinen Algorithmus, vielmehr muss mit Approximationen gearbeitet werden, was auch Titman<sup>272</sup> tut.<sup>273</sup> Doch selbst wenn man in einer Approximation mit dem Algorithmus von Black und Scholes arbeiten wollen würde, wären relativ strenge Marktannahmen zu treffen. So ist ein risikoloses Hedge-Portfolio ebenso Bedingung wie fehlende Transaktionskosten als auch die Random-Walk-Annahme über den Verkauf der Vermögenswerte.<sup>274</sup> Es ist unstrittig, dass die genannten Voraussetzungen für Immobilienmärkte nicht in Reinform anzutreffen sind.

Zum Verständnis von Immobilienmärkten sind hingegen optionstheoretische Überlegungen unabdingbar. Schließlich ist die Identifizierung eines Grundstücks als Option nicht davon abhängig, ob die Marktbedingungen derart vollkommen sind, dass eine faire Bewertung mit mathematischen Formelapparaten errechnet werden oder sich als Marktpreis ergeben kann. Ebenso waren auch Aktienoptionen als Finanzderivate bereits solche, als die betriebliche Finanzwirtschaft noch nicht in der Lage war, den Wert einer Aktienoption mittels Arbitrageüberlegungen mathematisch zu begreifen und unter bestimmten Annahmen über die Vollkommenheit der Märkte auch faire Preise zu berechnen.

Dass sich Preise von Grundstücken in der Tendenz wie Optionen verhalten, hängt nicht vom Bewusstseinszustand der Marktteilnehmer hierüber ab: Die Preise von Grundstücken müssen sich auch dann entsprechend ihres Optionscharakters verhalten, wenn die Marktteilnehmer nicht in dem Bewusstsein handeln, dass Grundstücke Optionen sind. So ist gleichfalls das Nachfrageverhalten eines Konsumenten ebenso dann preiselastisch, wenn dieser das Konzept der Preiselastizität nicht theoretisch durchdrungen

<sup>272</sup> Titman, *Urban Land*, S. 507 f.

<sup>273</sup> Hull, *Options*, S. 285.

<sup>274</sup> Siehe Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 505.

hat oder, frei nach Paul Samuelson: Billardkugeln verhalten sich auch dann nach geometrischen Regeln, wenn sie selber nicht der Geometrie mächtig sind, was wohl auch der Regelfall sein dürfte.

Obgleich die Werte der Optionspreise aufgrund fehlender Daten nicht genau zu berechnen sind und die Märkte selbst nicht die für die Berechnung erforderliche Transparenz und Vollkommenheit haben, ist die Annahme, dass sich Grundstücke als Optionen zumindest tendenziell wie solche in perfekten Kapitalmärkten verhalten, naheliegend.

Die Besonderheit von Grundstücken als Optionen liegt darin, dass die Restlaufzeit stets unendlich ist. Ausnahmen hiervon sind bei Grundstücken gegeben, bei denen das vorhandene Baurecht eingeschränkt wird, ein Vorgehen, welches regelmäßig zu Schadenersatzansprüchen der Grundstückseigentümer führt (in der Bundesrepublik Deutschland §§ 39 und 42 BauGB) und deswegen auch nur in Ausnahmefällen anzutreffen ist.

Auf der anderen Seite gibt es Rechtsinstrumente, welche die Implementierung einer öffentlich-rechtlich festgelegten Baupflicht (in der Bundesrepublik Deutschland §§ 175 - 179 BauGB) ermöglichen, Instrumente, welche als eine Reaktion auf den Optionscharakter von Grundstücken verstanden werden können, die in der Praxis aber ebenso keine nennenswerte Relevanz aufweisen, da sich die meisten Grundstücke als Optionen aus dem Geld befinden.

Auf der Ebene der güterwirtschaftlichen Argumentation wird gebaut, d. h. ein Flächenangebot erstellt, wenn der Nutzen, den die Fläche stiftet, zu einem Wert führt, der höher ist als die notwendigen Kosten zur Erstellung der Fläche. Auf dieser Argumentation basiert insbesondere auch das güterwirtschaftliche Konzept des Filtering-Modells. Steigt beispielsweise im obersten Preissegment die Miete über die zur Finanzierung notwendige Annuität, wird das Flächenangebot erweitert, bis sich Angebot und Nachfrage wieder ausgleichen.

Die güterwirtschaftliche Argumentation übersieht dabei, dass zum Bauen jeweils ein Grundstück notwendig ist, dessen Wert sich mit steigenden Mieten ebenso erhöht. In der Praxis ist der Zusammenhang zwischen dem Ertragswert oder Vergleichswert einer Im-



moblie einerseits und dem Wert eines Grundstückes andererseits nicht völlig unbekannt. So zeigt sich dieser Zusammenhang beispielsweise auch bei der gerade in angelsächsischen Staaten weit verbreiteten und unter Punkt 5.1.2 behandelten Residualmethode zur Berechnung von Grundstückswerten.

Den Folgerungen aus dem optionstheoretischen Ansatz wird man nicht gerecht, wenn angenommen wird, dass Bauinvestitionen dann getätigt werden, wenn die Differenz zwischen dem Ertragswert und dem Residuum besonders groß ist, wenn also eine gewisse Mindestmiete am Markt erzielt werden kann;<sup>275</sup> vielmehr wird bei steigenden Ertragswerten in jedem Fall auch der innere Wert der Option steigen und möglicherweise zusätzlich noch der äußere. Die Frage, wann Bauinvestitionen erfolgen, kann in die Frage, wann eine Option ausgeübt wird, übertragen werden.

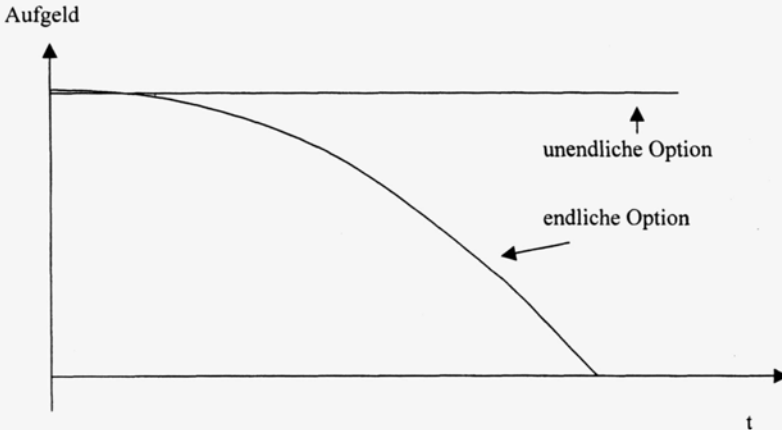
Amerikanische Währungsoptionen haben stets eine begrenzte Laufzeit, während der der Halter die Option stets ausüben kann. Der äußere Wert einer Option und damit auch der Wert der Option insgesamt ist von der Restlaufzeit, den Zinsen und der Volatilität der zugrunde liegenden Wechselkursschwankung abhängig. Solange Volatilität gegeben ist, hat die Option i. d. R. einen Wert, welcher über dem Residuum, d. h. dem inneren Wert der Option liegt. Wenn Halter von Finanzoptionen diese realisieren wollen, so werden die Optionen nicht vor dem Fälligkeitstermin ausgeübt, sondern auf Sekundärmärkten verkauft.

Amerikanische Währungsoptionen werden – wenn sie nicht stark im Geld sind – grundsätzlich nicht vor dem Ende ihrer Laufzeit ausgeübt, da zuvor i. d. R. stets ein äußerer Wert – auch Aufgeld genannt – gegeben ist, welcher bei Ausübung unwiderruflich verloren gehen würde. Amerikanische Währungsoptionen werden dann vor ihrem Ablauf ausgeübt, wenn aufgrund der Zinsdifferenzen die Opportunitätskosten des Haltens der Option zu groß werden. Die Opportunitätskosten (Zinskosten) beziehen sich auf den Wert der Option. Dieser wird um so größer, je mehr die Option im Geld ist. Grundstücke, insbesondere solche, die für den Mietwohnungsbau Verwendung finden, verfügen in der Regel über relativ geringe Werte im Verhältnis zu den Kosten der Errichtung

<sup>275</sup> Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik, S. 11 ff.

des Gebäudes – Jenkins geht von ca. 10-15% Bodenanteil an den Gesamtkosten aus<sup>276</sup> –, so dass in Verbindung mit der hohen vermögensmarktwirtschaftlich unter Punkt 4 begründeten Volatilität der Immobilienwerte zumindest für den Mietwohnungsbau davon ausgegangen werden kann, dass die Aufgelder der Grundstücke stets positiv sind.

Abbildung 27: Aufgeld einer Option im Zeitablauf



Da Grundstücke als Optionen eine unendliche Laufzeit haben, sollten sie eigentlich grundsätzlich gar nicht bebaut werden. Der besonders schwer zu erklärende Fall ist jener der Grundstücksbebauung, insoweit dabei systematisch das Aufgeld und damit Vermögen vernichtet wird.

Die Frage, ob ein Grundstück bebaut wird, hängt auch nicht von der relativen Knappheit von Bauland ab. Wenngleich es sicherlich richtig ist, dass die Schaffung von Bauland eine notwendige Voraussetzung für Bautätigkeit ist, bildet zugleich das Vorhandensein desselben keine hinreichende Bedingung für die Bebauung, insoweit die Ausweisung von Bauland zwar den inneren Wert der Option Grundstück beeinflusst, nichts aber an der Existenz von Aufgeldern ändern kann. Vielmehr kann sogar argumentiert werden, dass die Ausweisung von Bauland bodenwertsenkend wirkt und damit die Opportunitätskosten des Haltens der Option Grundstück derart sinken, dass die Aufgelder auch bei geringer Volatilität bestehen bleiben.

<sup>276</sup> Jenkins, Wohnungswirtschaft, S. 34.



Aus der optionstheoretischen Betrachtungsweise wird die Bebauung eines Grundstücks zu einem recht schwer erklärlichen Ereignis, weil jede Bebauung eines Grundstücks der Ausübung der Option gleichkommt, was bei einer unendlichen (Rest-) Laufzeit der Option i. d. R. zu einem Verlust des Aufgeldes der Option und damit zu einer Vermögensvernichtung führt.

Im Folgenden werden Konstellationen untersucht, bei denen es bei rationalem Verhalten zu einer Grundstücksbebauung bei Vorhandensein positiver Aufgelder kommt. Weil dies ohne staatliche Interventionen im Mietwohnungsbau nicht erzielbar ist, wird zur Darstellung des Marktprozesses zunächst auf den Sonderfall des Baus von Büroflächen zurückgegriffen.

### **5.2.2 Die Bebauung eines Grundstücks mit positivem Aufgeld am Beispiel eines Bürogebäudes**

Unter Punkt 2.3.2 wurde erörtert, dass die Nachfrage nach Wohnflächen preis- und einkommenselastisch ist. Nur bei der Annahme einer unelastischen Nachfrage können hingegen Marktkonstellationen konstruiert werden, in denen es für den Grundstückseigentümer sinnvoll sein kann, ein Grundstück ungeachtet des positiven Aufgeldes zu bebauen. Der Büroflächenmarkt ist nachfrageseitig ein sehr preisunelastischer Markt.

Wie bei Bone-Winkel und Sotelo<sup>277</sup>, Sotelo und Tiemann<sup>278</sup> sowie Sotelo<sup>279</sup> dargelegt, fragen Nutzer von Büroflächen Flächen als Produktionsfaktor nach. Anders als der Nutzer einer Wohnung, für den die Nutzungsmöglichkeit ein Konsumgut bedeutet, und somit seine Konsumnachfrage in Abhängigkeit vom Einkommen begriffen werden kann, fragt ein Unternehmen Büroflächen nicht aufgrund gestiegener Umsätze oder Gewinne nach. Vielmehr wird jedes Unternehmen Flächen nur insoweit nachfragen, als diese

<sup>277</sup> Bone-Winkel/Sotelo, Büroflächen, S. 199-205.

<sup>278</sup> Sotelo/Tiemann, Büroflächen, S. 925-926.

<sup>279</sup> Sotelo, Büroflächen, S. 1 f.

„gebraucht“ werden, d. h. für den Produktionsprozess nötig sind.<sup>280</sup> Die Nachfrage nach Büroflächen ist in hohem Maße preisunelastisch. Im Grunde hängt diese gar nicht vom Mietpreis der jeweils genutzten Fläche ab. Es muss begriffen werden, dass Unternehmen weder Flächen anmieten, weil diese momentan verfügbar sind, noch weil sie gerade günstig sind. Ein Beispiel mag dies verdeutlichen:

Eine Berliner Anwaltskanzlei überlegt, einen weiteren Anwalt fest einzustellen. Der Anwalt würde Personalkosten einschließlich Lohnnebenkosten von ca. 150 TDM p. a. verursachen und hätte einen Flächenverbrauch von ca. 20 m<sup>2</sup>. Wenn der Quadratmeterpreis 20 DM beträgt, entstünden Mietkosten von DM 4.800,- p. a.; kostet der Quadratmeter hingegen 40 DM/m<sup>2</sup>, würden die jährlichen Mietkosten DM 9.600,- p. a. und bei einer Miete von 80 DM/m<sup>2</sup> DM 19.200,- p. a. betragen. Es wird deutlich, dass die Frage, ob die Mietforderung 20 oder 80 DM/m<sup>2</sup> beträgt, bei Personalkosten von ca. 150 TDM (zuzüglich weiterer innerbetrieblicher Sach- und Personalkosten für Büroausstattung, Sekretariat, Gemeinkostenumlage etc.) praktisch keine Relevanz besitzt. Das heißt umgekehrt, dass die Kanzlei bei schlechter Auftragslage keinen weiteren Anwalt einstellen wird, auch dann nicht, wenn der Mietpreis auf 5 DM/m<sup>2</sup> sinken sollte. Innerbetriebliche Vorgänge bestimmen das Aufkommen und Nachlassen von Flächenbedarf. Als ein wichtiger Faktor stellt sich bei der Untersuchung der Nachfrageschwankungen die allgemeine und branchenspezifische Konjunkturlage dar.

Empirisch zeigt sich, und dies bestätigt die Unelastizität der Nachfrage nach Büroflächen, dass es in Teilmärkten dauerhaft Leerstand geben kann. So verharrt die Leerstandsrate in Leipzig seit Mitte der neunziger Jahre bis zum Ende des Jahrzehnts bei ca. 30 %. Wäre die Büroflächennachfrage preiselastisch, würde die Fläche von den vorhandenen Nutzern weitestgehend absorbiert werden. Auch die hohe Volatilität der Büromieten ist Indiz und Folge der äußerst geringen Preiselastizität der Nachfrage bei unelastischem Angebot. Ein weiteres Indiz für die fehlende Elastizität ist, dass der durchschnittliche Büroflächenverbrauch pro Mitarbeiter nur sehr wenig schwankt, obgleich Mietpreise und Leerstandsdaten recht volatil sind.

<sup>280</sup> Zugleich kann angenommen werden, dass verschiedene Flächen unterschiedlich gut als Produktionsfaktor dienlich sein können. Die Dienlichkeit einer Bürofläche als Produktionsfaktor kann sich aus der Lage, dem Zuschnitt, der Ausstattung etc. ergeben. Hieraus lassen sich unterschiedliche Mietpreise in einem Büromarkt ableiten. Für unser Beispiel reicht es, von einem homogenen Gut auszugehen.

Aufgrund der hohen Volatilität der Mietpreise sind die Aufgelder von Bürogrundstücken i. d. R. höher als jene von Wohngrundstücken. Bei der Bebauung eines Gewerbegrundstücks wird dementsprechend viel Aufgeld vernichtet. Trotzdem kann es im Büromarkt zu einer Angebotsausweitung kommen, sofern bzw. obgleich folgende Annahmen gelten:

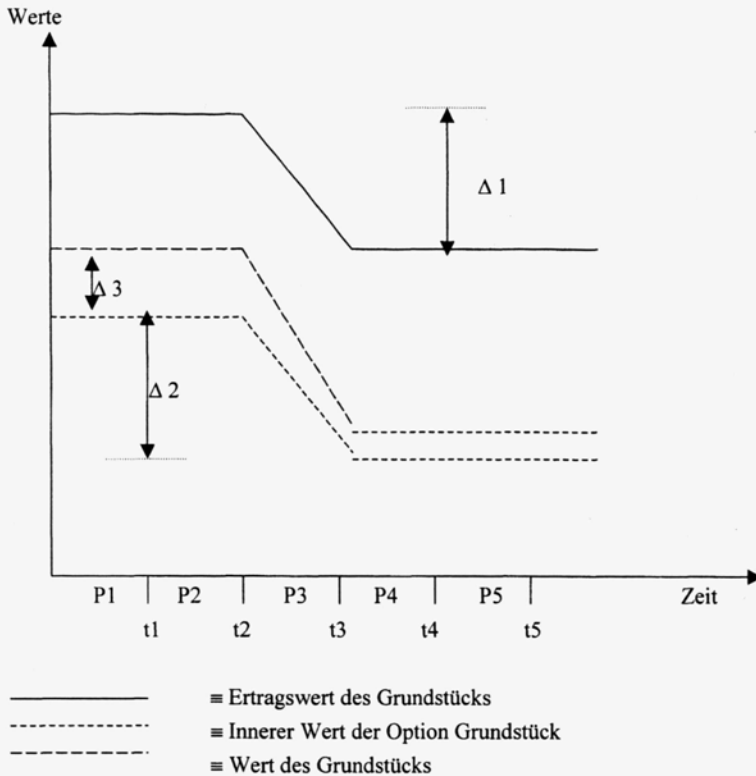
1. Es herrschen zwischen allen Marktteilnehmern homogene Erwartungen über die künftige Mietpreisentwicklung.
2. Es besteht Unsicherheit über die Mietpreisentwicklung.
3. Alle Anbieter von neu zu erstellenden Büroflächen haben die gleiche Kostenstruktur.
4. Die Nachfrage nach Büroflächen ist sehr preisunelastisch.
5. Es können rechtlich und wirtschaftlich wirksame bzw. tragfähige Zeitmietverträge abgeschlossen werden.

Die Annahmen 1. bis 3. entsprechen der eines vollkommenen Markts, in dem sich grundsätzlich keine Überrenditen erwirtschaften lassen. Die Annahmen 4. und 5. sind Voraussetzung, um überhaupt Angebot entstehen zu lassen.

Wir gehen von einem Dreiperiodenmodell aus und befinden uns in  $t_0$ . Der Markt erwartet homogen eine Mietpreissenkung um 50 % in Periode 3, die von  $t_2$  bis  $t_3$  gehe. Zugleich sei diese Erwartung mit Unsicherheit gegeben, d. h. dass der Markt beispielsweise von einem Korridor ausgeht, in dem die Mieten in Periode 3 sinken werden. Es kann, muss aber nicht angenommen werden, dass die erwartete Volatilität der Mieten jener der Vergangenheit entspricht. Zur Vereinfachung nehmen wir ferner an, dass die Anfangsrenditen von Büroobjekten konstant bleiben. Wir unterstellen, dass zur Bebauung eines Grundstückes eine Periode nötig ist und dass Mietverträge über Büroflächen eine Laufzeit von zehn Perioden haben.

Betrachtet man nun die Entscheidungssituation des Grundstückseigentümers in Periode  $t_0$ . Abbildung 28 veranschaulicht die Erwartungen bezüglich Mieten und Grundstückswert für den Fall keiner Bautätigkeit. Der Grundstückswert ist zwischen innerem und äußerem Wert aufgeteilt. Das Aufgeld bleibt prozentual konstant.

Abbildung 28: Die Erstellung eines Bürogebäudes



Es zeigt sich, dass die Senkung des Grundstückswerts aufgrund der erwarteten Mietsenkung in Periode 3 einen höheren Betrag ausmacht als der äußere Wert der Option Grundstück im Zeitpunkt  $t_0$ . In dieser Konstellation wird der Grundstückseigentümer bereit sein, sein Aufgeld in  $t_0$  durch Bebauung des Grundstückes in der 1. Periode zu opfern, da er dann die in  $t_1$  fertiggestellte Immobilie noch zum alten Preis vermieten kann und so einen Ertragswert erhält, der ihm für sein Grundstück einen Residualwert gewährt, der eben in  $t_3$  noch höher ist als der ursprünglich erwartete Grundstückswert ohne

Bebauung. Auch bei homogenen, mit oder ohne Unsicherheit verbundenen Erwartungen werden die Mieter die noch hohen Mieten in  $t_1$  akzeptieren, weil diese Mieten ein güterwirtschaftliches Marktergebnis sind, welches sich graphisch aus dem Schnittpunkt

der unelastischen Angebotskurve mit der fast unelastischen Nachfragekurve ergibt. Formal wird bezogen auf Abbildung 28 gebaut, wenn  $\Delta 2 > \Delta 3$ . Dabei ist  $\Delta 2 = \Delta 1$ .

Das Ergebnis aus dem konstruierten Beispiel lässt sich wie folgt verallgemeinern: Bauinvestitionen erfolgen, wenn der erwartete Wertverlust ohne Realisierung der Bauinvestition höher ausfällt als der Verzicht des äußeren Werts der Option Grundstück (Aufgeld des Grundstücks). Selbstverständlich spielt es keine nennenswerte Rolle, inwieweit der Grundstückseigentümer selbst in der Lage ist, Projektentwicklung durchzuführen oder ob er das Grundstück einem Projektentwickler verkauft. Die Kalkulation differiert nur um die Transaktionskosten, die wirtschaftlich nicht vom Projektentwickler getragen werden.

Das konstruierte Beispiel lebt wesentlich von der Annahme, dass im Büromarkt echte und damit für beide Seiten verbindliche Zeitmietverträge geschlossen werden können. Die Tatsache, dass solche Verträge empirisch auch zu beobachten sind, ist sicherlich nicht primär traditionell oder aus dem rechtlichen Umstand zu erklären, dass nur Verträge mit einer zehnjährigen Laufzeit für den Mieter indexierbar sind, sondern ist auf der Nachfragerseite durch die geringe Preiselastizität der Nachfrager in Verbindung mit dem Wunsch nach Befriedigung des Flächenbedarfs bei Kostensicherheit sowie auf der Anbieterseite von dem Wunsch, Sicherheit über die künftigen Einnahmen zu erhalten, bedingt. Der Abschluss von langfristigen Zeitmietverträgen vernichtet für beide Seiten das Preisrisiko, welches angesichts der hohen Volatilität nicht unerheblich ist.

Das Ergebnis ist zunächst paradox: Es wird gebaut, wenn von sinkenden Preisen ausgegangen wird. Jeder Grundstückseigentümer ist bemüht, vorhandene Aufgelder so schnell wie möglich zu opfern, d. h. zu bauen, um noch vor erwarteter Mietpreis- und damit Grundstückspreissenkung langfristige Mietverträge abschließen zu können. Selbstverständlich führt dieses bei homogenen Erwartungen und gegebener bzw. angenommener Markttransparenz dazu, dass sich der Prozess selbst noch beschleunigt, insoweit sich die Reaktion der Anbieter auf die erwarteten Mietpreissenkungen angebotsausweitend auswirkt und sich damit die Erwartung sinkender Mieten verstärkt, was wiederum zu einer erhöhten Angebotsausweitung führt. Diese Rückkoppelung verstärkt die Immobilienpreiszyklen nochmals erheblich.

Mit dem dargestellten Modell kann nunmehr beispielsweise das Marktverhalten am Berliner Büromarkt zu Beginn der neunziger Jahre analysiert werden. Mit dem Fall der Mauer kam es zu einer kurzfristigen Knappheit an Büroflächen. Die Miete schnellte auf fast 100 DM/m<sup>2</sup> hoch. Die nun folgende Angebotsausweitung in Berlin wird oft mit falschen Erwartungen über die Nachhaltigkeit der Nachfrage und damit der Mieten erklärt. Mit dem obigen Modell lässt sich das Phänomen unter der Annahme erklären, dass die Marktteilnehmer im Aggregat die richtige Erwartung hatten. Es lassen sich aus dem gewählten Ansatz, Grundstücke als Realoptionen zu begreifen, eine ganze Reihe weiterer Phänomene insbesondere beim gewerblichen Grundstücksmarkt analysieren.

An dieser Stelle dient der Rückgriff auf die Büroimmobilien nur der Konstruktion eines Beispiels, bei dem es sich lohnt, das Aufgeld eines Grundstücks durch Bebauung desselben zu opfern. Grundstücke mit Aufgeld werden dann bebaut, wenn der damit verbundene Schaden durch Vernichtung des Aufgeldes geringer ist, als jener, der eintritt, wenn nicht gebaut wird. Im Falle der Büroimmobilie entstand der Schaden durch das Sinken des Grundstückswertes: Wenn erwartet wird, dass der innere Wert der Option stärker sinken wird, als das Aufgeld absolut ausmacht, kommt es zu einer Bautätigkeit.

### **5.2.3 Die Bebauung von Grundstücken mit Wohngebäuden und die Notwendigkeit staatlicher Interventionen**

Das für den Büromarkt konstruierte Beispiel zur Bebauung von Grundstücken kann nicht schlechthin auf den Mietwohnungsmarkt übertragen werden. Die Nachfrage der Wohnungsmieter ist preiselastisch, so dass bei homogenen Erwartungen über fallende Mieten die Mieter die Preissenkung antizipieren werden und bewusst in  $t_1$  der Abbildung 28 noch weniger Fläche anmieten würden, als sie es aufgrund der noch hohen Mieten in Verbindung mit ihrer Preiselastizität je täten.

Die Preiselastizität der Wohnungsnachfrager ist der Grund, weswegen die Volatilität der Mieten und damit die Preisrisiken der Vermieter geringer sind. Zwar könnte angenom-



men werden, dass aufgrund der geringeren Volatilität der Mieten die Volatilität der Ertrags- und damit Grundstückswerte dementsprechend geringer ausfallen sollte, so dass die aus dem Optionscharakter von Grundstücken sich ergebende Problematik bei der Bebauung zu vernachlässigen wäre, doch hängt die Volatilität der Ertragswerte und folglich der Grundstückswerte wesentlich stärker von Höhe und Volatilität der Inflationsraten ab, wie unter Punkt 4.2 dargelegt wurde. So führt eine Veränderung der Inflationsrate von 0 auf 5 % bei entsprechend sinkenden Realrenditen bereits zu einer Preisschwankung der Ertragswerte um weit mehr als 100 %, was eine extrem sensible Reaktion der Ertragswerte auf Änderungen der Inflationsrate ist, mit der Konsequenz, dass die Volatilität der Ertragswerte kräftig ansteigt, womit sich die Aufgelder der Grundstücke erhöhen, obgleich die Volatilität der Mieten niedrig ist.

Aufgrund der auf güterwirtschaftlicher Ebene relativ geringen Risiken von Wohnimmobilien kann ferner angenommen werden, dass jene Investoren, die aus vermögensmarktwirtschaftlichen Gründen Immobilienwerte in ihr Portfolio aufnehmen, eher wohnungswirtschaftlich genutzte Objekte als Bürogebäude kaufen werden, mit dem Nebeneffekt, dass die Preisdifferenz zwischen Büro- und Wohnimmobilien nicht mehr allein über die unterschiedlichen Rendite- und Risikoerwartungen erklärt werden kann, sondern vielmehr der vermögensmarktwirtschaftliche Faktor bei Wohnimmobilien überproportional zum Tragen kommt. Damit fällt die Volatilität der Ertragswerte und demzufolge die der Aufgelder der wohnungswirtschaftlich zu nutzenden Grundstücke entsprechend hoch aus. Doch selbst wenn die Mieter preisunelastische Wohnungsnachfrager wären, könnten die Grundstückseigentümer nicht ihre Investitionen in Wohnimmobilien über langlaufende Wohnungsmietverträge absichern, weil Wohnungsmieter i. d. R. nicht über genügend Bonität verfügen.

Dass unabhängig von der fehlenden hinreichenden Bonität der Mieter die Vermieter auch an rechtliche Grenzen stoßen, insofern Mieten, die über 20 % der ortsüblichen Vergleichsmiete liegen, in den meisten Ballungsräumen gemäß § 5 Wirtschaftsstrafgesetz nicht zulässig und Mietverträge, die den Mieter um mehr als vier Jahre binden, gemäß § 10 a Miethöhegesetz nicht wirksam sind, sei nur am Rande erwähnt, als dieses grundsätzlich für den Gesetzgeber dispositiv ist.

Die Probleme der geringen Bonität der Wohnungsmieter sowie jene der rechtlichen Probleme fallen weg, wenn der Flächennutzer zugleich auch Eigentümer der Wohnung ist, wenn also das zu errichtende Objekt in der Form der Eigentumswohnungsanlage entsteht und die Wohnungen an Selbstnutzer verkauft werden. Hinsichtlich der Bonitätsanforderungen können dann nur Haushalte besserer Bonität Nutzer werden. Das primäre Problem, nämlich das der preiselastischen Nachfrage in Verbindung mit der Annahme homogener Erwartungen, bleibt jedoch bestehen. So werden sich auch die Nutzer, die sich in Form von Wohneigentum mit den nachgefragten Flächen versorgen, auf eine erwartete Preissenkung (in Periode 3 unseres Modells bereits in Periode 1 und 2 der Abbildung 28) einstellen und entsprechend eine abwartende Haltung einnehmen, so dass es letztlich auch nicht in Form von Eigentumswohnungen zu einer nachhaltigen marktinhärenten Angebotsausweitung kommen kann.

Als Zwischenergebnis kann festgehalten werden, dass es in einem ungestörten Marktprozess nicht zu baulichen Wohnungsinvestitionen (Neubau und Sanierung) bei Existenz von Aufgeldern im Grundstücksmarkt in Verbindung mit der preiselastischen Nachfrage nach Wohnflächen kommen kann.

Mit sinkender Inflationsrate und insbesondere mit damit i. d. R. einhergehenden geringeren Volatilität der Inflationsraten verliert die Problematik der bei der Bauinvestition zu vernichtenden Aufgelder der Option Grundstück an Bedeutung, insoweit die Volatilität der Ertragswerte und damit das Aufgeld beim Grundstück eher vermögens- als gütermarktbedingt ist. Aus marktlogischen Gründen kann es selbst in einer Welt ohne Inflationsrisiken nur schwer zu baulichen Investitionen kommen, solange Mieten und damit die Ertragswerte der Immobilien schwanken.

Um zu verstehen, wie es im Rahmen des dargestellten Modells zu Wohnungsbauinvestitionen kommen kann, müssen die Voraussetzungen für Bauinvestitionen nochmals sorgfältig untersucht werden. Verallgemeinernd kann formuliert werden, dass dann gebaut wird, wenn der erwartete Vermögenszustand nach Auslösung der Bauinvestition höher ist als der erwartete Vermögenszustand ohne Realisierung der Bauinvestition, wobei für eingegangene zusätzliche Risiken marktkonforme Risikozuschläge zu kalkulieren sind.



Entscheidend ist dabei der relative Vermögensvorteil unter Einbeziehung von Opportunitätskosten.

Nunmehr ist der Staat als Akteur einzuführen. In einem ersten Schritt wird angenommen, dass jede Bauinvestition um einen Betrag gefördert wird, der über dem Aufgeld der Option Grundstück liegt. Damit soll dem Grundstückseigentümer der entsprechende Anreiz gegeben werden, die bauliche Maßnahme zu realisieren, da auf diese Weise mit der Bauinvestition Zahlungen ausgelöst werden, die die eigentliche Vernichtung des Aufgeldes kompensieren. Die Marktreaktion wird nun jedoch nicht primär in Bautätigkeit bestehen, sondern in einer entsprechenden Preissteigerung der Grundstücke.

Die zugesagte Zahlung (Subvention) kommt einer Anhebung der Ertragswerte gleich, die wiederum zu einer entsprechenden Erhöhung des inneren Wertes der Option führt. Ein vorhandenes Aufgeld der Option bleibt jedoch tendenziell bestehen. Es kann sich der Höhe nach sogar aufgrund der Anhebung des Basiswerts leicht erhöhen, wird jedoch letztlich nicht nennenswert tangiert. Aus diesem Grunde führt die Subvention ausschließlich zu einer Verteuerung der Bodenwerte, nicht aber zu einer Bebauung der Grundstücke.

Einer Subventionierung der Bautätigkeit, d. h. des Bauherren, kommt dabei die Subvention der Mieter selbst gleich. Wenn die Mieter eine Transferzahlung erhalten (z. B. Wohngeld), so steigt die Nachfrage nach Wohnflächen, was zu einer Erhöhung der Mieten, damit der Ertragswerte und damit der inneren Werte der Option führt, ohne dass sich die Aufgelder der Option nennenswert verringern.

Subventionen, seien es Wohngelder oder Baukostenzuschüsse, bewirken im Ergebnis keine signifikante Bautätigkeit. Zahlungen dieser Art haben zunächst die Erhöhung des inneren Wertes einer Option zur Folge. Oft führen diese Zahlungen dazu, dass der innere Wert der Option überhaupt positiv wird, weswegen angenommen wird, eine Bebauung könnte durch die Zahlung ausgelöst werden.<sup>281</sup> Dies ist aber nicht richtig, weil die

---

<sup>281</sup> Beispielsweise im Expertenkommission Wohnungspolitik, Wohnungspolitik, wird dies über das gesamte Gutachten hin angenommen.

Problematik, welche sich mit dem äußeren Wert der Option verbindet, grundsätzlich bestehen bleibt.

In Analogie zum Beispiel der Bebauung eines Grundstückes mit einem Bürogebäude (Abbildung 28) wird ein Grundstück mit einem Wohnhaus dann bebaut, wenn die Verzichtung des Aufgeldes zumindest durch die erwartete Senkung des inneren Wertes der Option kompensiert wird. Ist eine Subvention einmal eingeführt, so wird nur eine erwartete Abschaffung derselben eine Bautätigkeit in Gang setzen, wenn die mit der Abschaffung der Subvention verbundene Senkung des inneren Wertes des Grundstücks den bei Bebauung zu opfernden äußeren Wert der Option kompensieren kann.

Hierbei zeigt sich, dass es nunmehr nicht mehr irrelevant ist, ob die Subvention dem Mieter in Form von Transferzahlungen (Subjektförderung, z. B. Wohngeld) oder dem Vermieter (Objektförderung) in Form von Zuschüssen gewährt wird. Der homogen erwartete Wegfall der Transferzahlungen an den Mieter kommt schließlich im Ergebnis der homogen erwarteten Mietpreissenkung gleich, die bei preiselastischer Nachfrage antizipiert wird und aus diesem Grunde nicht zu einer Bebauung der Grundstücke führt, während die homogen erwartete Streichung der Subvention an den Vermieter zu einer Bebauung führen kann, ganz gleich, ob es sich bei der Subvention um einen Einmalbetrag (z. B. Baukostenzuschuss) oder um eine Zahlungsreihe handelt. Bautätigkeiten können also durch die Erwartung, dass Subventionen für Bauinvestitionen wegfallen, ausgelöst werden.

Wird der Staat als rahmenscaffender und intervenierender Akteur in die Betrachtungen einbezogen, kann und muss die Existenz von Steuern berücksichtigt werden. Gehen Steuerfragen in die Überlegungen ein, so bedeutet dies, dass der Grundstückseigentümer jeweils eine „Nach-Steuerbetrachtung“ anstellen wird, so dass steuersenkende Regelungen wie eine Zahlung nach Steuern zu behandeln sind.

Das deutsche Steuerrecht geht von einem synthetischen Einkommensbegriff aus. So werden in § 2 Abs. 1 EStG sieben Einkunftsarten unterschieden. Eventuelle steuerliche Verluste können teilweise zwischen den verschiedenen Einkunftsarten verrechnet werden. Wenngleich der 14. Deutsche Bundestag die Verrechnungsmöglichkeit der Ein-

künfte im § 2 Abs. 3 EStG teilweise beschränkt hat, bleibt doch eine Verrechnungsmöglichkeit weiterhin bestehen, was verfassungsrechtlich auch geboten ist.<sup>282</sup> Wir gehen zunächst für die weiteren Überlegungen davon aus, dass eine volle Verlustverrechnung zwischen den Einkunftsarten möglich ist und behandeln die Einschränkungen in einem zweiten Schritt.

Die Besonderheit von Steueranreizen in der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung liegt darin begründet, dass diese in dem jeweiligen Steuerjahr, welches dem Kalenderjahr entspricht, in Ansatz gebracht werden müssen. Dies bedeutet, dass die Inanspruchnahme von Steuervorteilen in dem jeweiligen Jahr bei den Steuerpflichtigen zu einer Rückzahlung von Steuern führt.

Kann beispielsweise – wie es zu Zeiten des Fördergebietgesetzes möglich war – der Steuerpflichtige auf Neubauten Abschreibungen von 50 % der Baukosten steuerlich in Ansatz bringen, so führt dies bei einem angenommenen Steuersatz von 50 % zu einer Zahlung von 25 % der Baukosten an den Grundstückseigentümer. Diese Zahlung erhält er jedoch nur, wenn er in dem betreffenden Jahr die Investition tätigt. Verschiebt er die Investition, kann er – von der begrenzten Möglichkeit der Verlustrückträge abgesehen – in diesem Jahr diese Steuerrückerstattung nicht mehr realisieren. Die Möglichkeit Abschreibungen vorzunehmen – die über den immobilienwirtschaftlich gebotenen Abschreibungen liegen – entspricht einer jährlich auslaufenden Subvention. Wenn nun die Höhe der Zahlungen, in unserem Beispiel 25 % der Baukosten, über dem Aufgeld der Option Grundstück liegt, kommt es zu einer Bautätigkeit. Die Einführung von steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten, ist also ein weiteres geeignetes Instrument, Bauinvestitionen auszulösen.

<sup>282</sup> Raupach/Böckstiegel, Verlustregelungen, S. 487-503, 557-573 und 617-628.

### **5.3 Varianten und Kombinationen staatlicher Interventionen**

Mit dem gewonnenen Instrumentarium lässt sich eine Vielzahl von Varianten staatlicher Interventionen analysieren. Auch können unterschiedliche Formen staatlicher Interventionen wie beispielsweise steuerliche Anreize, Subventionen und gar Mietpreisbindungen kombiniert werden. Zunächst sollen die drei Grundmuster der staatlichen Intervention durch Sonderabschreibungen, die so zu behandeln sind wie auslaufende Subventionen, dargestellt werden. Sodann werden weitere Formen staatlicher Intervention wie Transferzahlungen an Mieter, Baukostenzuschüsse und Mietpreisregulierungen kombiniert mit den Grundmustern diskutiert.

#### **5.3.1 Grundmuster staatlicher Interventionen zur Kompensation von Aufgeldern**

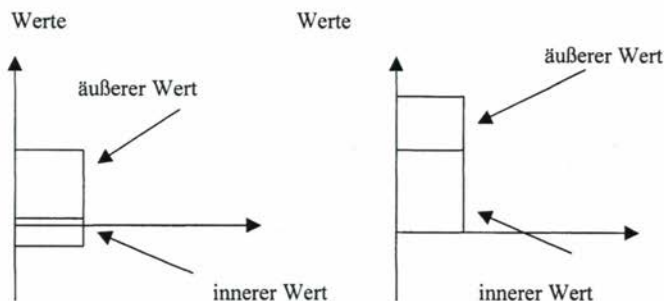
Unabhängig davon, dass eine wie oben beschriebene Abschreibungsregelung zu Zahlungen nach Steuern an den Grundstückseigentümer führt, die es ihm ermöglichen, auf das Aufgeld seiner Option Grundstück zu verzichten, hat die Einführung der Abschreibungsmöglichkeit auch Einfluss auf den inneren Wert der Option Grundstück. Schließlich müssen zumindest alle potentiellen Grundstückseigentümer mit entsprechend hohen Einkünften aus anderen Einkunftsarten nunmehr jeweils den inneren Wert des Grundstückes als Residualwert derart bewerten, dass sie dem Ertragswert der zu errichtenden Immobilie den Wert der Zahlungen nach Steuern hinzuaddieren, bevor sie die notwendigen Kosten zur Errichtung der Immobilie abziehen. Es ist dabei auch denkbar, dass der innere Wert der Option Grundstück ohne Berücksichtigung der steuerlich bedingten Zahlung kleiner als Null ist. Es ergeben sich also folgende Varianten:

Erste Variante: Das Grundstück befindet sich als Option bereits ohne Steuervorteile im Geld, d. h. das Grundstück verfügt über einen positiven inneren Wert. Obgleich das Grundstück einen inneren Wert größer Null hat, somit der Residualwert positiv ist, kommt es ohne einen steuerlichen Anreiz, der die Opferung des Aufgeldes der Option

kompensiert, nicht zu einer Bautätigkeit. Ist der Steueranreiz größer als das Aufgeld, wird eine Bautätigkeit initiiert, auch wenn der innere Wert der Option mit dem Steueranreiz zunächst ebenso steigt.

Zweite Variante: Das Grundstück befindet sich als Option vor steuerlicher Betrachtung aus dem Geld, d. h. das Grundstück verfügt ohne steuerliche Anreize über keinen positiven inneren Wert. Aufgrund des steuerlichen Anreizes erlangt das Grundstück jedoch einen positiven inneren Wert. In dieser Variante hat die steuerliche Intervention zwei Effekte. Zunächst kommt es zu einer Erhöhung des inneren Wertes der Option, wie im übrigen auch in der Variante 1, nur dass nun in der Variante 2 diese Erhöhung des inneren Wertes der Option dazu führt, dass der innere Wert größer Null wird, er sozusagen das Vorzeichen wechselt. Wie in Variante 1 dient die steuerliche Intervention primär dazu, die Vernichtung des Aufgeldes der Option zu kompensieren, um so Bauinvestitionen auszulösen. Abbildung 29 zeigt die Situation vor und nach Steuerintervention:

Abbildung 29: Zustand der Option Grundstück vor und nach Steuerintervention

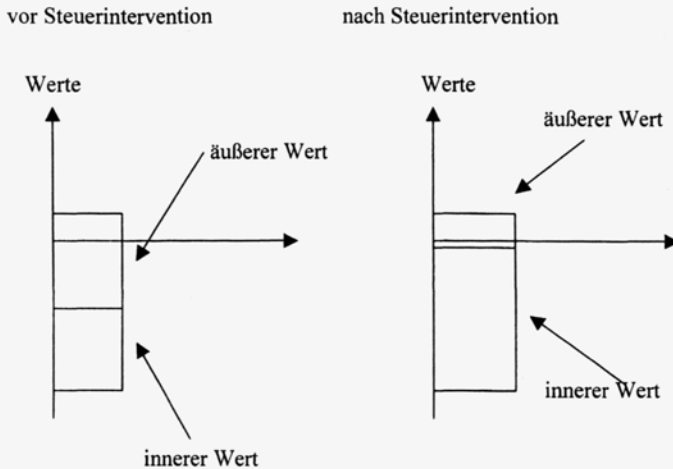


Trifft man diese Situation in der Realität an, so wird häufig argumentiert, dass bedingt durch die steuerliche Intervention Baumaßnahmen vorgenommen werden, die sich eigentlich nicht lohnen, dass es güterwirtschaftlich betrachtet zu einer Fehlallokation von Kapital kommt. In der Praxis sind fast alle Bauinvestitionen im Mietwohnungsbau durch staatliche und i. d. R. steuerliche Intervention nicht nur dahingehend bedingt, dass aufgrund der Intervention der Verlust des Aufgeldes kompensiert wird, sondern auch in

dem Sinne, dass es erst aufgrund der staatlichen Intervention zu einem positiven inneren Wert der Option kommt.

Dritte Variante: Das Grundstück befindet sich vor und nach Einführung der steuerlichen Intervention aus dem Geld, d. h. der innere Wert der Option als Residualwert ist auch nach den Effekten der steuerlichen Intervention negativ. Abbildung 30 verdeutlicht die Situation:

Abbildung 30: Zustand der Option Grundstück vor und nach Steuerintervention  
(Fortsetzung)



Bauinvestitionen werden in dieser Situation (siehe Abbildung 30) erfolgen, wenn der steuerliche Anreiz neben dem aufzugebenden Aufgeld auch noch den Anteil kompensiert, der notwendig ist, damit der innere Wert der Option gerade nicht negativ ist.

Das Ergebnis der Variante 3 ist frappierend. Ursprünglich diente der steuerliche Anreiz dazu, dem Grundstückseigentümer den Verzicht auf das Aufgeld zu ermöglichen und nun führt eben diese steuerliche Intervention im Ergebnis dazu, dass selbst Grundstücke bebaut werden, bei denen sich eine Bebauung güterwirtschaftlich betrachtet gar nicht lohnt.

Eine letzte Variante 4 sei abschließend so definiert, dass der innere Wert des Grundstücks so negativ ist, dass es trotz steuerlicher Intervention zu keiner Bebauung kommt.

#### Die Kombination der Grundvarianten

Der Effekt der beschriebenen staatlichen Intervention wird im Folgenden am Beispiel der Wirkung des Fördergebietsgesetzes analysiert. Dabei stellt sich heraus, dass sich aufgrund der angebotsausweitenden Effekte der Intervention alle drei Varianten in unterschiedlichen Wohnungssegmenten zeigen und sich mit Fortschreiten der Zeit eine Verschiebung von Variante 1 zu Variante 4 einstellt.

Anhand des in den neuen Bundesländern in unterschiedlichen Varianten bis zum 31.12.1998 gültigen Fördergebietsgesetzes kann demonstriert werden, welche Entwicklungen sich aus einem steuerlichen Anreiz zur Vernichtung der Aufgelder ergeben. Wir vereinfachen hierzu die Regelungen des Fördergebietsgesetzes wie folgt:

1. Bauliche Investitionen können im Jahr der Realisierung zu 50 % sofort abgeschrieben werden.

Es wird ferner angenommen, dass

2. der Grenzsteuersatz einheitlich 50 % beträgt,
3. die sich hieraus ergebende Rückzahlung von Steuern in Höhe von 25 % der Bauinvestitionssumme größer ist als die zu vernichtenden Aufgelder der Grundstücke,
4. Bauinvestitionen in der folgenden Periode zu einer Angebotsausweitung führen und
5. es in den betrachteten Perioden zu keinem Wachstumsprozess kommt.

In Abhängigkeit von der jeweiligen Lage werden sich einige Grundstücke in der ersten Periode mit der beschriebenen Sonder-AfA nach Fördergebietsgesetz in der Situation der ersten Variante, andere in der Situation der zweiten sowie dritten und wieder andere in jener der vierten Variante befinden. Aufgrund der implementierten steuerlichen Anreize kommt es zu einer Bautätigkeit und damit güterwirtschaftlich zu einer Angebotsausweitung auf den jeweiligen Wohnungssegmenten. Die quantitative Ausweitung



des Angebotes hängt dabei zunächst von der Höhe der zu zahlenden Steuern innerhalb der Volkswirtschaft ab. Letztlich wird solange gebaut, wie Steuerrückerstattungen möglich sind, bis sich der Grundstücksmarkt in der Situation der Variante 4 befindet. Weitere Engpässe können sich aus den beschränkten Kapazitäten der Bauwirtschaft und dem Baurecht ergeben. Auch Marktunvollkommenheiten und Transaktionskosten dürften die Bautätigkeit behindern. Wenn beispielsweise ein Grundstückseigentümer aufgrund seiner Einkommenssituation die steuerlichen Vorteile nicht nutzen kann und bei einem Verkauf an einen anderen Eigentümer, der diese nutzen kann, Transaktionskosten (z. B. hohe Grunderwerbsteuern) anfallen, werden diese bereits im Einzelfall eine Bebauung vereiteln.

Es wird in der ersten Periode, nachdem das hier exemplarisch beschriebene Fördergebietsgesetz in Kraft getreten ist, eine relativ hohe Bautätigkeit ausgelöst werden. Diese Bautätigkeit wird in der folgenden Periode zu einer Angebotsausweitung führen. Bei steigendem Angebot und konstanter Nachfrage (wir haben Nullwachstum angenommen) fallen die Mieten, was sinkende Ertragswerte und damit auch abnehmende innere Werte der Grundstücke zur Folge hat.

In der Periode 2 wird es demzufolge viele Grundstücke geben, die sich in den Varianten verschieben: Von jenen, die sich in Variante 1 befinden, zu jenen in Variante 2 ebenso wie Grundstücke von Variante 2 zu Variante 3 überwechseln und zu Variante 4 wandern. Auch der Fall, dass Grundstücke eine Variante überspringen ist denkbar, ebenso wie der, dass ein Grundstück in der bisherigen Variante verharret. Im Ergebnis wird sich aber die Zahl der Grundstücke, bei denen weiterhin eine Bebauung angestrebt wird, verringern auch wenn man in Periode 2 weiterhin eine rege Bautätigkeiten beobachten wird können, möglicherweise sogar noch mehr als in Periode 1, insofern von einer Ausweitung der Kapazitäten in der Bauwirtschaft ausgegangen werden darf. Es ist leicht zu erkennen, dass es in Periode 3 erneut zu einer Ausweitung des Angebotes mit ebenso fallenden Mieten und Ertragswerten kommen wird, und dass dieses keine unmittelbare Antwort auf die Nachfrage, sondern auf die steuerlichen Anreize ist.

Bei längerer Beibehaltung der hier beschriebenen steuerlichen Regelungen wird also Bebauung und Angebotsausweitung stattfinden, bis alle Grundstücke in die Situation



der Variante 4 übergegangen sind, sie also alle einen negativen Residualwert haben, der nicht mehr durch den steuerlichen Anreiz kompensiert werden kann.

Durch die Einführung steuerlicher Anreize bzw. sicherer Zahlungen nach Steuern, die jeweils pro Periode erfolgen, sofern in der Periode eine Bautätigkeit stattfand, wird das Angebot an Flächen erhöht. Die Angebotsausweitung steht dabei nur insoweit im Verhältnis zur Nachfrage, als nachfragebedingt dann nicht mehr gebaut wird, wenn der steuerliche Anreiz nicht mehr in der Lage ist, den negativen Residualwert, d. h. den negativen inneren Wert der Option zu kompensieren. Dennoch werden die neuen Wohnflächen aufgrund der preiselastischen Nachfrage vollständig vom Markt absorbiert. Die Mieten sinken unter einen Wert, zu dem die Bauinvestitionen ohne Grundstücksanteil finanziert werden können.

### **5.3.2 Möglichkeiten staatlicher Interventionen unter Einbeziehung von Transferzahlungen**

Unter den Punkten 5.3.1 und 5.3.2 ist der Prozess, der sich bei staatlichen Interventionen in Form der Gewährung steuerlicher Vorteile ergibt, und der die Kompensation des bei einer Bebauung zu opfernden Aufgeldes ermöglicht, dargelegt. Dabei zeigt sich zum einen, dass die Bautätigkeit im Vergleich zu einem fiktiven güterwirtschaftlichen Gleichgewicht erst sehr spät zum Erliegen kommt und zum zweiten, dass die baulichen Aktivitäten insbesondere in Lagen, die güterwirtschaftlich bedingt keine Bautätigkeit mehr erlauben, auch früher eingestellt wird, als in jenen, die nachfragebedingt noch eine solche zulassen. Letzteres mag zunächst positiv zu beurteilen sein, insoweit eine Bautätigkeit schließlich dort noch weniger geboten ist.

Bei Bautätigkeiten ist zwischen Neubau und Bauinvestitionen im Bestand zu unterscheiden. Es kann volkswirtschaftlich sinnvoll sein, Bautätigkeiten im Bestand zu fördern, obgleich die Nachfrage diese auch bei steuerinduzierter Kompensation des Auf-

geldes einschließlich der Begleiteffekte auf die inneren Werte der Optionen nicht mehr rechtfertigen.

Es gibt zwei Argumente, die diese Position stützen. Zum einen können ohne Interventionen in diesen Gebieten die baulichen und damit auch hygienischen und sozialen Zustände ein Niveau erreichen, welches gesellschaftlich nicht mehr akzeptiert wird (Ansatz der meritorischen Güter) und zum anderen mag bereits soviel öffentliche Infrastruktur vorhanden sein, dass es gesamtwirtschaftlich betrachtet vorteilhaft ist, Bauinvestitionen in diese Gebiete zu leiten.

Die beschriebene Situation dürfte grundsätzlich jener gleichen, für die die Instrumente des besonderen Städtebaurechts ursprünglich entwickelt worden sind. So beschreibt Eekhoff<sup>283</sup>, wie es in Gebieten zu geringen Investitionen kommt, weil sich die Investitionen der einzelnen Eigentümer nicht lohnen, solange nicht alle oder zumindest ein hinreichender Teil der Eigentümer ebenso Investitionen vornimmt, um der Situation, welche mit dem spieltheoretischen Modell des Gefangenendilemmas erklärt werden kann, zu entkommen.

In solch einer Lage lässt sich das Instrumentarium staatlicher Interventionen um Transferzahlungen ergänzen. Damit wird optionstheoretisch formuliert nicht nur ein Anreiz gegeben, das Aufgeld der Option Grundstück zu opfern, sondern auch noch ein Instrument zur Erhöhung des inneren Wertes eingeführt. Diese Transferzahlung kann grundsätzlich sowohl an die Mieter als auch an die Vermieter entrichtet werden, wobei bei einer Entrichtung an die Mieter der Charakter des Zwangskonsums letztlich insoweit entfällt, als diese die Transferzahlung i. d. R. nicht ausnahmslos für den Konsum der Fläche verwenden müssen. Bei einer Subvention der Vermieter ist die beabsichtigte Verwendung i. d. R. leichter sicherzustellen. Die Investitionszulagegesetze von 1996 und 1999 sind Beispiele eines solchen Instruments.

<sup>283</sup> Eekhoff, Wohnungsmarkt, S. 30 f.

### 5.3.3 Besonderheiten bei Bauinvestitionen in Wohnungseigentum

Empirisch lässt sich nachweisen, dass die Erstellung von selbstgenutztem Eigentum weniger stark von konjunkturellen und monetären sowie von der Ausgestaltung steuerlicher Rahmenbedingungen abhängt als die von Mietwohnungen. Tabelle 8 zeigt die Fertigstellung von Mietwohnungen im Vergleich zu Einfamilienhäusern.

Tabelle 8: Baugenehmigungen von Wohnungen in Gebäuden mit ein und zwei sowie mit drei und mehr Wohnungen

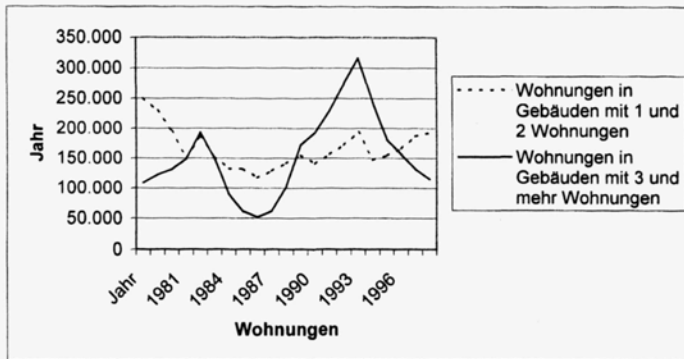
Jahr	Wohnungen in Gebäuden mit 1 und 2 Wohnungen	Wohnungen in Gebäuden mit 3 und mehr Wohnungen
1979	250.108	108.703
1980	229.490	122.004
1981	194.719	130.435
1982	150.915	148.537
1983	185.274	192.405
1984	152.412	149.332
1985	131.945	89.594
1986	132.264	60.640
1987	116.807	51.588
1988	128.257	61.024
1989	141.055	101.034
1990	154.403	172.117
1991	140.810	192.562
1992	156.224	228.946
1993	172.192	273.670
1994	193.348	316.019
1995	147.472	244.497
1996	153.947	180.209
1997	166.066	156.211
1998	186.605	130.937
1999	192.366	114.426

Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

Der optionstheoretische Ansatz kann in Verbindung mit dem finanzierungstheoretischen und dem vermögensmarktwirtschaftlichen auch für dieses Phänomen ein Erklärungsmuster liefern.

Selbstgenutztes Eigentum wird sowohl auf der ersten als auch auf der zweiten Ebene der Finanzierung verstärkt oder ausschließlich mit Eigenkapital refinanziert. Würde ein Anleger aus vermögensmarktwirtschaftlichen Gründen eine Immobilie erwerben wollen,

Abbildung 31: Baugenehmigungen von Wohnungen in Gebäuden mit ein und zwei Wohnungen sowie mit drei und mehr Wohnungen



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

so käme zunächst nur solch eine Immobilie in Betracht, die auf der ersten Ebene fremdfinanziert ist. Schließlich wäre es ein reiner Zufall, wenn der Anleger genau jene Immobilie als Anlagegut erwerben wollte, die er auch selber nutzen möchte. Für den Erwerb des Vermögensgegenstandes kann der Anleger genauso gut eine Bestandsimmobilie erwerben wie eine Immobilie neu errichten. In jedem Fall wird er jedoch eine Immobilie nachfragen, deren Nutzung auf der ersten Ebene fremdfinanziert wird. Eine Nachfrage nach dem Asset Immobilie führt nicht zu einer Bebauung, sondern aufgrund der Optionseigenschaft des Grundstücks nur zu einer höheren Bewertung der Bestände.

Wenn ein Nutzer eine unspezifische Wohnung nachfragt, so sucht er finanzierungstheoretisch einen Finanzier für die Nutzung, welcher sich entscheiden muss, ob er die nachgefragte Wohnung aus dem Bestand kauft oder diese neu errichtet. Aufgrund der optionstheoretischen Problematik, führt die güterwirtschaftliche Nachfrage nach Mietwohnungen nicht zu einer Bebauung.

Fragt jedoch ein Nutzer eine spezifische Wohnung nach, so muss er i. d. R. die Nutzung auch auf der ersten Ebene mit Eigenkapital finanzieren, also selber Eigentümer der Immobilie werden. Der Nachfrager nach dem Gut tritt zwangsläufig direkt auf dem Vermögensmarkt auf, indem er einen Vermögensgegenstand nachfragt.

Es kann angenommen werden, dass Nutzer spezifischer Wohnungen mehr Kosten in einer Wohnung versenken als Nutzer unspezifischer Wohnungen. Auch führen Preiserhöhungen beim selbstgenutzten Wohneigentum für die Nutzer selbstgenutzten Wohneigentums zwar zu entsprechenden Opportunitätskosten, doch nicht zu Zahlungen. Beide Faktoren lassen vermuten, dass Nutzer von selbstgenutzten Wohnungen weniger schnell auf güterwirtschaftliche Preissignale reagieren, wodurch neue Nachfrager nach selbstgenutzten Wohnungen gezwungen werden können, den gewünschten Wohnraum selbst zu bauen, nachdem bei Nachfragesteigerungen keine Flächen aus dem Bestand frei werden. Dieser Effekt tritt umso stärker auf, je spezifischer die nachgefragte Fläche ist. Der optionstheoretische Effekt relativiert sich also bei Wohnungen, die auf der ersten Ebene mit Eigenmitteln finanziert werden, was die geringeren Amplituden bei den Bauzyklen erklären kann.

Optionspreistheoretisch kann ferner argumentiert werden, dass der Bodenanteil von selbstgenutzten Wohnungen im Regelfall höher ist als bei vermieteten Wohnungen und damit verbunden auch die Werte unbebauter Grundstücke für die jeweiligen Wohnungen. Da sich Grundstücke als Optionen wie amerikanische Währungsoptionen bewerten, nehmen die Aufgelder in dem Maße ab, wie die Option im Geld ist, da sich die Opportunitätskosten der Grundstücksbevorzugung mit steigenden Bodenwerten erhöhen.

Der beschriebene Effekt zeigt auch, dass in einem Wohnungsmarkt, der ohne staatliche Interventionen auskommen muss, im Zweifel eher oder nur Eigentumswohnungen entstehen, wenngleich diese Finanzierungsform auf der ersten Ebene nur für spezifische Wohnungen die geeignete ist.

#### **5.4 Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen aus dem optionstheoretischen Ansatz**

Aus dem optionstheoretischen Theorieansatz ergibt sich eine Fülle von Handlungsempfehlungen, die im Wesentlichen darauf hinauslaufen, dass staatliche Interventionen zu-

mindest im Mietwohnungsbau notwendig sind, sofern eine Angebotsausweitung im Bestand bzw. eine Verbesserung des Bestandes durch Modernisierungen, aber auch durch umfangreiche Sanierungen erfolgen soll. Das „Marktversagen“ rührt daher, dass aufgrund des Optionscharakters von Grundstücken bauliche Investition eine Vernichtung des i. d. R. vorhandenen Aufgeldes der Option mit sich bringen, für die der Grundstückseigentümer eine Entschädigung erhalten muss, soll er Bauinvestitionen realisieren. Aufgrund der hohen Preiselastizität der Nachfrage kann es auch bei homogenen Erwartungen sinkender Preise – im Gegensatz zum Büromarkt – nicht zu einer marktinduzierten Angebotsausweitung kommen.

Wenn jedoch Anreize beispielsweise in Form steuerlicher Vorteile (z. B. Sonderabschreibungen) geschaffen werden, so haben diese regelmäßig auch Einfluss auf den inneren Wert der Option. Dadurch wird letztlich mehr Angebot produziert, als unter Ausblendung der optionstheoretischen Problematik in einem funktionierenden Gütermarkt erstellt werden würde.

Hieraus leitet sich die Notwendigkeit einer diskretionären Politik des Stop and Go ab. In Zeiten von Wohnungsknappheit, d. h. in Zeiten positiver innerer Werte der Option, sind geeignete Maßnahmen zur Kompensation von zu opfernden Aufgeldern zu ergreifen und in der darauf folgenden Zeit aufgrund der damit verbundenen Angebotsausweitung sind diese Instrumente wieder zu streichen.

Das Hauptproblem der steuerinduzierten Maßnahmen zur Kompensation der Aufgelder ist der Effekt, dass sich das Ausmaß der Bautätigkeit zunächst gar nicht am Bedarf, sondern an der insgesamt zu sparenden Einkommensteuer festmacht, wodurch eine quantitative Steuerung sehr erschwert wird. Letztlich markieren die Kapazitäten der Bauwirtschaft und das vorhandene Bauland die Grenzen der Angebotsausweitung.

Betrachtet man die Wohnungspolitik in der Bundesrepublik der letzten Jahrzehnte, so lässt sich nachweisen, dass sich das staatliche Handeln im Wesentlichen an options-theoretische Maximen gehalten hat. Insbesondere die Einführung der Sonder-AfA für das Beitrittsgebiet, aber auch die Politik steigender und sinkender Abschreibungssätze für den Wohnungsneubau sowie die Möglichkeit der sofortigen Abschreibung mit der

wahlweisen Aktivierung von Investitionen in den Bestand, sind Instrumente, die einer kritischen Analyse unter Einbeziehung des optionstheoretischen Ansatzes Stand halten. Die steuerpolitische Konsumgütlösung für das selbstgenutzte Wohneigentum verwehrt auch Anreize für eine Bebauung, wenngleich dieser Effekt aufgrund der hohen kalkulatorischen Zinsen des Baugrundstücks für spezifische Wohnungen nur in einem geringeren Ausmaß zum Tragen kommt.

Bestimmte Maßnahmen des Steuerentlastungsgesetzes 1999, 2000, 2002 sind ebenso kritikwürdig. So werden über die §§ 2 Abs. 3 sowie 2b EStG die Verlustverrechnungsmöglichkeiten bzw. die Anerkennungen steuerlicher Verluste beschränkt. Unabhängig von der hier nicht besonders relevanten Frage der Verfassungskonformität<sup>284</sup> dieser Regelungen sind sie doch volkswirtschaftlich schädlich.

Der § 2b EStG ist kontraproduktiv, da der Steuerpflichtige ein Risiko tragen muss, inwieweit seine baulichen Investitionen zu einer Kompensation des Aufgeldes in Form einer Anerkennung seiner steuerlichen Verluste führen. Dieses Risiko muss der Markt mit Risikoprämien beantworten, mit dem Ergebnis, dass insgesamt höhere Anreize für eine Realisierung von Bauinvestitionen gegeben werden müssen, was wiederum einen höheren fiskalischen Aufwand darstellt. Schließlich bedeutet der § 2b EStG nur, dass ein Risiko bezüglich der Frage produziert wird, ob jene steuerlichen Vorteile, die in Einzelregelungen wie z. B. im § 7h EStG gewährt werden, auch Anerkennung finden.

Verbesserungswürdig sind beispielsweise auch die Regelungen der §§ 7b, 7h, 7i und 7k EStG. All diesen Regelungen gemeinsam ist, dass der Steuerpflichtige die Absetzungen für Abschreibungen in einer vom Gesetzgeber vorgegebenen Form (beispielsweise 10 % pro Jahr, zehn Jahre lang in den Fällen der §§ 7h und 7i EStG) vornehmen muss. Der steuerpflichtige Bauherr oder Erwerber muss beim Beispiel der §§ 7h und 7i EStG den steuerlichen Vorteil, welcher sich in den nächsten zehn Jahren in Anspruch nehmen lässt, bewerten und diesem den Verzicht auf das Aufgeld gegenüberstellen. Dabei ergeben sich Risiken, die zum einen in der Unsicherheit zukünftiger zu verrechnender positiver Einkünfte begründet sind und zum anderen in der Unsicherheit über zukünftige

<sup>284</sup> Zu dieser Frage Raupach/Böckstiegel, Verlustregelungen, S 487-503, 557-573 und 617-628.



Steuersätze. Erst aus der Kombination der zukünftigen Einkünfte mit den dann geltenden Steuersätzen resultiert diskontiert jener Wert, den er für die Vernichtung seines Aufgeldes erhält. Zudem wird der private Grundstückseigentümer aufgrund im Zweifel schlechterer Bonität je mit höheren Sollzinsen rechnen müssen, als es die öffentliche Hand als Konterpart vermag. Ein numerisches Beispiel zeigt den Effekt:

Annahmen:

- Finanzierung der Immobilie mit 80 % FK und 20 % EK.
- Zinskosten von 6 % für FK und 20 % für EK.
- Die durchschnittlichen Kapitalkosten steigen aufgrund der Risiken bei der Bewertung zukünftiger Steuerrückerstattungen pro Jahr um 1 %-Punkt.
- Der öffentliche Haushalt refinanziert sich zum Zinssatz für FK.

Nehmen wir weiter an, dass der Steuersatz konstant bleibt und die Steuerpflichtigen aggregiert betrachtet entsprechende Einkünfte erzielen – eine Annahme, die insoweit unproblematisch ist, als bei homogenen Erwartungen, dass dies nicht so sei, sowohl der Barwert für den öffentlichen Haushalt als auch jener für den Grundstückseigentümer sinkt –, so bedeutet dies, dass von dem Wert des Steuervorteils in Höhe von DM 36.800,- nur DM 26.316,- wahrgenommen werden können, dass also umgekehrt DM 10.485,- und damit ca. 28 % des Barwertes für den öffentlichen Haushalt verpuffen. Die Regelungen, welche beim Fördergebietsgesetz Geltung hatten, wonach der Grundstückseigentümer 40 % bzw. 50 % der Bauinvestitionen innerhalb der ersten fünf Jahre nach Belieben und damit auch im ersten Jahr komplett ansetzen konnte, führt zu einer wesentlich geringeren Verschwendung öffentlicher Gelder.

Bei dem Rechenbeispiel ist der Risikozuschlag mit 1 %-Punkt pro Jahr selbstverständlich frei gewählt. Das inhaltliche Ergebnis hängt jedoch nicht von der Höhe, sondern nur von der Existenz eines Risikozuschlags ab. Es ist aber davon auszugehen, dass dieser sehr hoch ist. Ein Indiz hierfür ist beispielsweise der Tatbestand, dass Anleger i. d. R. erst zum Jahresende Investitionen vornehmen bzw. entsprechende steuerorientierte Anlageprodukte erwerben, zu einem Zeitpunkt also, zu dem sie über relative Sicherheit bezüglich der zu erwartenden Einkünfte im betreffenden ersten Kalenderjahr verfügen.



Tabelle 9: Numerische Rechnung für Verpuffung von Steuervorteilen

Periode	nominale Steuererstattung	Barwert der Steuererstattung für Haushalt	Diskontierungszins	Barwert der Steuererstattung für Grundstückseigentümer
1	5.000	4.717	8,80 %	4.596
2	5.000	4.450	9,80 %	4.147
3	5.000	4.198	10,80 %	3.676
4	5.000	3.960	11,80 %	3.200
5	5.000	3.736	12,80 %	2.738
6	5.000	3.525	13,80 %	2.302
7	5.000	3.325	14,80 %	1.903
8	5.000	3.137	15,80 %	1.546
9	5.000	2.959	16,80 %	1.236
10	5.000	2.792	17,80 %	972
Summe	50.000	36.800		26.316
Differenz = Verpuffung		10.485		
	in %	28 %		

Die Kritik an der Regelung des § 2 Abs. 3 EStG verläuft nach dem gleichen Muster wie jene an den §§ 7h und 7i EStG. Schließlich kommt die Beschränkung der vollen Verrechnung der Verluste pro Jahr auf ein Maximum von 100.000,- bei Ledigen und 200.000,- bei Verheirateten bei hälftiger Anrechnung des Restbetrages und Verlustfortschreibung der anderen Hälfte auf die folgende(n) Periode(n) der dargestellten Problematik gleich, insoweit auch hier der Steuerpflichtige den Wert der Verluste, welche nur in zukünftigen Perioden geltend gemacht werden können, mit Risikozuschlägen diskontieren muss.

Weitere unnötige Risiken werden vom Gesetzgeber dadurch produziert, dass der Erwerber, um in den Genuss der steuerlichen Präferenzen beispielsweise des § 7h EStG zu gelangen, erst den obligatorischen Kaufvertrag schließen muss, bevor die Baumaßnahmen aufgenommen werden. Auf diese Weise ist er gezwungen, die Investitionsentscheidung weit vor Ablauf des ersten Steuerjahres zu treffen, lange bevor er einen Überblick über

die Jahreseinkünfte hat, und muss zusätzlich Bauträgerrisiken bei aller Regulierung nach MaBV tragen, die ebenso zu Risikozuschlägen führen.

Insgesamt sollten die steuerlichen Anreize, welche staatlicherseits bereitzustellen sind um Wohnungsbau anzustoßen, zum einen möglichst gut kalkulierbar sein und ferner möglichst frühzeitig dem Bauherrn oder Erwerber zufließen bzw. diesem die Möglichkeit geben, in einem bestimmten Maße selbst zu entscheiden, in welchem Steuerjahr diese steuerwirksam angesetzt werden. Zudem sollte das Instrument sehr differenziert gehandhabt werden. So ist es beispielsweise denkbar, ausschließlich die Sanierung von Bausubstanz bestimmter Jahrgänge oder bestimmter Regionen zu stimulieren.

## **5.5 Zusammenfassung des optionstheoretischen Ansatzes**

Mittels des optionstheoretischen Ansatzes wurden Grundstücke als Realoptionen begriffen. Ein Grundstück stellt ein Baurecht, aber keine Baupflicht dar. Die Frage, ob und wann ein Grundstück bebaut wird, konnte somit in die, wann eine Option ausgeübt wird, übersetzt werden. Als ein erstes Ergebnis ließ sich festhalten, dass die Erklärung von Bauinvestitionen nicht trivial ist. Die grundsätzliche Problematik hängt quasi mit der unendlichen Laufzeit der Option Grundstück und dem damit verbundenen Umstand zusammen, dass jede Bauinvestition als eine Ausübung der Option begriffen werden muss, die folglich ein i. d. R. vorhandenes Aufgeld der Option und damit Vermögen vernichtet.

Zur Erklärung einer Bauinvestition bedarf es besonderer Marktkonstellationen, die eindeutig nur anhand der Bebauung gewerblicher Grundstücke (produktionsorientierte preiselastische Nachfrage) hergeleitet werden können: Grundstücke werden dann bebaut, wenn ein Vermögensvorteil mit der Bebauung ausgelöst wird, der zumindest die Vernichtung des Aufgeldes kompensiert. Im Falle der Bebauung eines gewerblichen Grundstücks kann diese Konstellation bei homogenen Erwartungen und bestimmten weiteren realistischen Annahmen wie die der Erwartung fallender Preise konstruiert und auch beobachtet werden. Da jedoch die Nachfrage nach Wohnungen preiselastisch ist, funktio-

niert der hier aufgezeigte Mechanismus nicht, so dass Wohnungsbauinvestitionen ausschließlich steuerlich induziert stattfinden können, wobei der Steuervorteil als eine Zahlung nach Steuern aufgefasst werden kann, die die Aufgabe des Aufgeldes der Option kompensiert.

Aus dem optionstheoretischen Ansatz resultierte die Negation der güterwirtschaftlichen These, dass jede Nachfrage ihr Angebot induziert, sofern die gebotenen Preise auskömmlich sind. Das Angebot an Flächen ist kurz-, mittel- und langfristig preisunelastisch und die Angebotskurve somit eine Vertikale. Angebotsausweitungen finden vielmehr eher statt, wenn Erwartungen über fallende Preise bestehen. Wohnungswirtschaftliche Investitionen werden nur bei steuerlichen Förderungen erfolgen.

Mit Hilfe des optionstheoretischen Ansatzes konnte in Kombination mit dem Finanzierungstheoretischen und dem vermögensmarktwirtschaftlichen erklärt werden, warum die Fertigstellungszahlen für Mietwohnungen volatiler als jene für Eigentumswohnungen bzw. Einfamilienhäuser sind.

In einem weiteren Schritt wurden unterschiedliche staatliche Interventionsmöglichkeiten diskutiert. Auch aufgrund der Effekte steuerlicher Anreize auf die inneren Werte der Optionen kommt es systematisch zu einem Auseinanderlaufen von Angebot und Nachfrage. Hierin begründet sich diskretionäres staatliches Handeln, eine Wohnungspolitik des Stop and Go.

Nach Identifizierung der Funktionsbedingungen für die Entstehung von Wohnungsbauinvestitionen, konnten bestehende steuerliche Rahmenbedingungen zielorientiert einer Kritik unterzogen werden. Dies wurde am Beispiel der steuerlichen Regelungen der §§ 2 Abs. 3, 2b EStG sowie am Beispiel der Abschreibungsmöglichkeiten nach §§ 7h und 7i EStG vorgenommen. Es zeigte sich dabei, dass nur ein Teil der notwendigen staatlichen Förderungen beim Grundstückseigentümer ankommt und gewaltige Effizienzsteigerungen möglich sind.

## **6 Zusammenhänge und Widersprüche der vier Theorieansätze und ihrer Handlungsempfehlungen**

Die breit gewählte Herangehensweise der Arbeit an die Thematik wäre nicht gerechtfertigt, ohne die verschiedenen Handlungsempfehlungen gegenüber zu stellen, welche sich aus den vier theoretischen Ansätzen – dem güterwirtschaftlichen Ansatz, dem der betrieblichen Finanzwirtschaft, dem der vermögensmarktwirtschaftlichen und dem der optionstheoretischen Argumentation – ableiten lassen, um Gemeinsamkeiten herauszuarbeiten, Widersprüche aufzuzeigen und ein zusammenfassendes Ergebnis zu entwickeln.

Wie bereits unter Punkt 2.3.3 angesprochen, ist der güterwirtschaftlich begründete Umstand, dass in einem Wohnungsmarkt die Produzentenrente dem gesamten Marktvolumen entspricht, jene Eigenart des Marktes, welche die politisch Handelnden stets schnell dazu verführt, Maßnahmen zu ergreifen, die im Ergebnis eine Abschöpfung der Produzentenrente zu Gunsten der Allgemeinheit (Beispiel Energiesteuer) oder zu Gunsten der Mieter (Beispiel Mietpreisregulierung) zur Folge haben. Da eine theoretische Fundierung einer utilitaristischen Theorie letztlich versagt, wird im Allgemeinen zur Diskriminierung der unterschiedlichen Handlungsempfehlungen das Pareto-Optimum als Kriterium gewählt.

Die Forderungen aus dem güterwirtschaftlichen Ansatz nach Preisflexibilität, Transparenz des Marktes und Abbau von Regulierungen münden in eine Pareto-optimale Allokation der nachgefragten Flächen, wenngleich diese Maßnahmen selbst nicht primär zu einer Angebotsausweitung an Wohnflächen führen. Trotzdem wäre das Pareto-Optimum verletzt, wenn einerseits mit steuerlichen Anreizen eine Angebotsausweitung oder Angebotsverbesserung erzielt würde, gleichzeitig aber die Forderungen, welche sich aus dem güterwirtschaftlichen Ansatz ergeben, missachtet werden. Häufig ist bei Förderinstrumenten zugleich eine Mietpreisbindung anzutreffen (beispielsweise Förderprogramme der Länder), die die Förderkosten unnötig in die Höhe treibt, meist auch zu einer sozialen Ungerechtigkeit zwischen den geförderten und nicht geförderten Mieten führt und die letztlich rein politisch bedingt ist.

Da sich mit dem güterwirtschaftlichen Ansatz aufgrund optionstheoretischer Überlegungen in einem Marktprozess grundsätzlich keine Angebotsausweitungen erklären lassen, ist zu folgern, dass Subjektförderungen nicht für die Initiierung von Bauinvestitionen geeignet sind. In der Literatur und insbesondere im politischen Diskurs wird die Überlegenheit der Subjekt- gegenüber der Objektförderung vornehmlich güterwirtschaftlich begründet, allerdings lässt es sich nachweisen, dass letztlich die Subjektförderung nicht in der Lage ist, eine Angebotsausweitung anzustoßen. Eine Angebotsausweitung ist aufgrund der optionstheoretischen Problematik einzig und allein mittels einer Objektförderung erreichbar. Hier zeigt sich auch die Paradoxie der Regierung Kohl, welche zwar die Subjektförderung propagiert, doch schließlich mit den Fördergebietsgesetzen eines der größten und erfolgreichsten Objektförderungsprogramme – gemessen am Bauvolumen bei geringen inneren Werten der Grundstücke (Optionsbetrachtung) – in der Geschichte der Bundesrepublik initiiert hat.<sup>285</sup>

Dabei bedeutet Objektförderung selbstverständlich nicht nur jene Förderung des Ersten und Zweiten Förderweges. Bei diesen beiden Förderformen werden – und dies gilt insbesondere für den Ersten Förderweg – zu wenig Anreize für wirtschaftliches Handeln gegeben, durch sie wird ein preisverzerrendes Mietgefüge auf Jahrzehnte implementiert, führen Konsumentenrenten zur gesellschaftlichen und individuellen Immobilität, bilden sich soziale Ungerechtigkeiten zwischen Inhabern einer Sozialwohnung und Wohnungssuchenden und es entstehen Marktstrukturen insbesondere in Form öffentlicher Wohnungsbaugesellschaften, die aufzubrechen noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Die steuerinduzierte Förderung ist jene Objektförderung, die einen Marktprozess ermöglicht und allen Individuen in der Gesellschaft, sowohl als Anbieter von als auch als Nachfrager nach Flächen, eine gewisse Teilhabe an der Förderung verschafft.

Die geringe Brauchbarkeit güterwirtschaftlicher Theorien zur Erklärung von Flächenangebotsausweitungen oder -verbesserungen und dementsprechend zur Formulierung von hierzu notwendigen Handlungsempfehlungen lässt sich dabei nicht nur kausal aus dem optionstheoretischen Ansatz herleiten, sondern ergibt sich bereits rein quantitativ unter Bezug auf den vermögensmarktwirtschaftlichen. So lassen die monetär bedingten Preisschwankungen von Immobilien die güterwirtschaftlich bedingten praktisch untergehen.

<sup>285</sup> Das hier verwendete Erfolgskriterium ist also die Bauinvestition unabhängig von der Nachfrage.

Und doch gibt es eigentlich keine weiteren Folgerungen aus dem vermögensmarktwirtschaftlicher Ansatz, solange eine inflationäre Umwelt nicht als Variable, sondern als Datum interpretiert wird.

Mit Hilfe des optionstheoretischen Zugangs gelingt es jedoch, eine Vielzahl von unterschiedlichen Fördermöglichkeiten zu entwickeln. Gerade auch in der Diskussion um die Entflechtung der Bund-Länder-Finzen und der damit einhergehenden gewollten höheren Steuerautonomie der Länder lassen sich länderspezifische effiziente Fördermöglichkeiten erarbeiten. Auch können verschiedene Gebäudetypen, Baujahre etc. differenziert betrachtet und gefördert werden.

Subjektförderung lässt sich allein zur Linderung wirtschaftlicher Not legitimieren.<sup>286</sup> Transferzahlungen in Form von Wohngeld können und sollen extremen, gesellschaftlich nicht akzeptablen Konsummangel an Wohnraum verhindern. Weil solche Förderungen nur geringe angebotsausweitende Effekte haben, müssen sie auf diese Zielsetzung beschränkt bleiben und dürfen nicht breiten Bevölkerungsschichten zur Verfügung stehen. Hingegen kann die Subjektförderung als ein die steuerliche Objektförderung begleitendes Instrument insoweit betrachtet werden, als es zum Einsatz kommt, um den inneren Wert der Option Grundstück derart anzuheben, dass bei einem entsprechenden steuerlichen Anreiz Bauinvestitionen getätigt werden. Denkbar wäre also auch, die Subjektförderung direkt an das Objekt zu koppeln. Das bedeutet, dass der Mieter nur dann eine Subvention erhält, wenn er in bestimmten zu fördernden Gegenden oder Objekten wohnt bzw. in Objekten wohnt, die aufgrund bestimmter Objektförderung neu errichtet oder saniert worden sind.

Wie bereits unter Punkt 5.3.2 dargelegt, wird bei entsprechenden Anreizen selbst dann gebaut werden, wenn der innere Wert der Option Grundstück nach Bebauung ohne Förderung bereits negativ wäre. Allerdings lässt sich eine systematische Begleitung der steuerlichen Objektförderung durch eine Subjektförderung außer als ein punktuell einzusetzendes Mittel nicht legitimieren, insoweit der Tatbestand, dass die Mieten nicht Ertragswerte produzieren, die zu positiven inneren Werten der Option Grundstück

---

<sup>286</sup> So auch GEWOS, Sicherung.



führen, letztlich bedeutet, dass die gesellschaftlich formulierten Wohnansprüche bei gegebenem Angebot weit und möglicherweise zu weit über der tatsächlichen Nachfrage liegen.

Wenn die steuerorientierte Objektförderung insbesondere auf die Schaffung von Mietwohnungen abzielt, dann muss dieser Regelungsbereich primär nach Effizienzkriterien beurteilt werden. Daher sind die steuerlichen Instrumente so zu gestalten, dass mit möglichst geringem Einsatz öffentlicher Mittel möglichst viel vom Markt nachgefragter Wohnraum erstellt wird. Um dies zu erreichen, ist eine Vielzahl von Änderungen in den Steuergesetzen notwendig, von denen einige angesprochen wurden.

Insgesamt sollen die steuerlichen Vorteile, welche die Bauherren erhalten, möglichst die Höhe der fiskalischen Kosten erreichen, wobei dies selbstverständlich insoweit bereits eine eingeschränkte Sicht ist, als Bauinvestitionen wiederum zu Steuereinnahmen und zu Multiplikatoreffekten führen, was hier jedoch, da dieses eine wohnungs- und keine konjunkturpolitische Arbeit ist, in der Behandlung bewusst vernachlässigt wird. Der optionstheoretische Ansatz erlaubt eine rationale Kritik fiskalischer Rahmenbedingungen unter der Prämisse der Lösung des optionstheoretischen Problems, der Kompensation des bei einer Bauinvestition zu vernichtenden Aufgeldes der Option Grundstück.

Der finanzierungstheoretische Ansatz führt zu einer Reihe von Schlussfolgerungen. Zunächst wurde gezeigt, dass die Frage der Selbstnutzung von Wohneigentum oder alternativ die Anmietung einer Wohnung eine nach der Finanzierung der Nutzung ist und sich demzufolge auch mit den vorhandenen und weiterentwickelten finanzierungstheoretischen Konzepten begreifen lässt.

Daraus folgt zum einen, dass die Transaktionsform von Flächen grundsätzlich dem Markt zu überlassen ist. Förderungen sollen nicht die eine oder die andere Transaktionsform privilegieren bzw. diskriminieren. Hieraus ergibt sich ebenso wie aus der optionstheoretischen Perspektive die Forderung für das selbstgenutzte Wohneigentum nach der Aufgabe der Konzeption der Konsumgut- und der Einführung der Investitionsgutlösung. Auch stellt sich hieraus die Forderung nach Abschaffung der Grunderwerbsteuer, insoweit dadurch die Eigenkapitalfinanzierung der Nutzung – Finanzierung auf der ersten

Ebene – diskriminiert wird. Allerdings privilegieren praktisch alle anderen Förderungen die eine oder andere Transaktionsform. Außerdem gehören viele nicht-fiskalische Regulierungen wie beispielsweise das Altschuldenhilfegesetz, Satzungen nach § 172 BauGB, die die Bildung von Wohneigentum behindern, zu den kritikwürdigen Regulierungen.

Zum Zweiten verdeutlicht die finanzierungstheoretische Herangehensweise, dass Mietrecht rational gesichtet, kritisiert und entwickelt werden kann. Aus der Maxime, das Pareto-Optimum einzuhalten, legitimiert sich die Forderung, Mietrecht so zu gestalten, dass sich das Marktvolumen im Mietwohnungsmarkt maximiert, ohne jedoch den Markt für selbstgenutztes Wohneigentum zu diskriminieren. Die Arbeit hat gezeigt, dass das deutsche Mietrecht insgesamt recht brauchbar ist, wobei allerdings noch Verbesserungsbedarf hin zu einer noch stärkeren Marktorientierung bei der Mietpreisgestaltung besteht, was konkret den Wegfall der Kappungsgrenzen des § 2 MHG und die Abschaffung des § 5 Wirtschaftsstrafgesetz betrifft sowie auch die Streichung der Mieterhöhungsmöglichkeiten nach §§ 3 und 5 MHG, die letztlich Regulierungen sind, die im kostenorientierten Denken verharren. Auf der anderen Seite demonstriert der finanzierungstheoretische Ansatz, dass sich aufgrund der Notwendigkeit für die Mieter, zur Erreichung eines hohen Nutzenniveaus Kosten in die gemietete Wohnung zu versenken, für das Mietrecht Regulierungen begründen lassen, die im Kündigungsschutz und dem gesetzlichen Verbot von echten Zeitmietverträgen bestehen. Mietrecht ist zusammenfassend gesehen nicht vermierter- oder mieterfreundlich, sondern gut oder schlecht im Hinblick auf das Primat, das Marktvolumen im Mietwohnungsmarkt ohne Diskriminierung des selbstgenutzten Wohnungsmarkts zu maximieren.

Eine dritte Schlussfolgerung aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz ist möglicherweise noch gewichtiger und baut eine Brücke zum optionstheoretischen. Es ist herausgearbeitet worden, dass es sich bei Anmietung einer Wohnung um eine Fremdfinanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene handelt. Auch lässt sich nachweisen, dass Volkswirtschaften mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen einen höheren Anteil an Mietwohnungen haben als Volkswirtschaften mit geringeren Einkommen, eine Beobachtung, die sich auch bei der Finanzierungsstruktur von Unternehmen dahingehend wiederfindet, als in entwickelten und reifen Volkswirtschaften mit hohen Einkommen der Fremdkapitalanteil von Unternehmen insgesamt steigt, dass schließlich die Verwen-



dung von Fremdkapital als eine gegenüber dem Eigenkapital günstige Finanzierungsform mit Wohlstand einhergeht bzw. diesen erst begründet.

Tabelle 10: Gegenüberstellung der theoretischen Ansätze und ihrer Handlungsempfehlungen (Tabelle geht über zwei Seiten)

Theoretischer Ansatz	Güterwirtschaftlicher Ansatz	Finanzierungstheoretischer Ansatz	Vermögensmarktwirtschaftlicher Ansatz	Optionspreistheoretischer Ansatz
Sichtweise	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flächennutzungsmöglichkeiten als gehandelte Güter.</li> <li>• Mikroökonomische Theorien können auf den Wohnungsmarkt übertragen werden.</li> <li>• Angebot und Nachfrage sind langfristig preiselastisch.</li> <li>• Markträumung erfolgt über Preis-Mengen-Mechanismen mittels Filtering-Effekte.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vermietung ist Fremd-, Eigennutzung Eigenfinanzierung auf der ersten Ebene.</li> <li>• Erkenntnisse aus der betrieblichen Finanzwirtschaft können auf die Finanzierung auf der ersten Ebene übertragen werden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilien erfahren ihre Bewertung als Assets primär aus der Eigenschaft, Inflationsrisiken hedgen zu können.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundstücke werden als Realloptionen begriffen.</li> <li>• Jede Bebauung entspricht damit der Ausübung einer Option und vernichtet Aufgeld/Vermögen.</li> </ul>
Direkte Handlungsempfehlungen aus der jeweiligen Sichtweise	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktliberalisierung.</li> <li>• Schaffung von Markttransparenz.</li> <li>• Förderung meritokratischer Güter als Subjektförderung.</li> <li>• Förderung von Wohneigentum.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schaffung guten Mietrechts.</li> <li>• Neutralität von Förderungen bezüglich der Finanzierung der ersten Ebene.</li> <li>• Förderung von Mietwohnungen als günstige Finanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keine.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schaffung von Anreizen für Bauinvestitionen als Objektförderung.</li> </ul>
Dominanzen unter den Sichtweisen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nicht dominant. Handlungsempfehlungen zur Förderung werden von optionstheoretischen und vermögensmarkt-wirtschaftlich überlagert.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unabhängig von anderen Sichtweisen, aber differenzierter als güterwirtschaftlicher Ansatz zur Begründung von gutem Mietrecht.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominant gegenüber Gütermarkt zur Erklärung von Immobilienpreisen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominant gegenüber Gütermarkt zur Erklärung von Bauinvestitionen und damit zur Formulierung von Förderprogrammen.</li> </ul>

Handlungsempfehlungen nach Vergleich mit anderen Sichtweisen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktliberalisierung.</li> <li>• Schaffung von Markttransparenz führt nicht zu Wohnbauinvestitionen, ist aber für Pareto-Optimum unabdingbar.</li> <li>• Subjekt- nur als Ergänzung der Objektförderung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schaffung guten Mietrechts.</li> <li>• Neutralität von Förderungen bezüglich der Finanzierung der ersten Ebene.</li> <li>• Förderung von Mietwohnungen als günstige Finanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene.</li> </ul>	• Keine.	• Diskrete steuerliche Objektförderung zur Induzierung von Wohnungsbauinvestitionen.
---------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------	--------------------------------------------------------------------------------------

Alle Aussagen, wonach Deutschland bei der Quote des selbstgenutzten Wohneigentums anderen Ländern hinterherhinke, kommen zu einer theorielosen und – wie untermauert wurde – falschen Bewertung der Zukunft des Mietwohnungsmarkts.

Tabelle 11: Handlungsempfehlungen: Ihre Notwendigkeit für Bauinvestitionen und zur Erreichung eines Pareto-Optimums

Sichtweise	Güterwirtschaftlicher Ansatz	Finanzierungstheoretischer Ansatz	Vermögensmarktwirtschaftlicher Ansatz	Optionspreistheoretischer Ansatz
Anwendung der Handlungsempfehlung führt zu Bauinvestitionen.	Nein	Nein	Keine	Ja
Anwendung der Handlungsempfehlung führt zu Pareto-Optimum.	Ja	Ja	Keine	Nach Marktphase unterschiedlich. Nur, wenn Grundstück im Geld bleibt.

Das wohnungspolitische Dilemma entwickelter Volkswirtschaft besteht darin, dass sich einerseits der Mietwohnungsmarkt mit weiter zunehmendem Wohlstand c. p. überproportional ausweiten sollte, zugleich aber gerade beim Mietwohnungsmarkt das options-theoretisch bedingte Marktversagen zur Ausweitung des Angebots nach einer staatlichen Intervention verlangt. Staatliche Interventionen sollten daher mit dem Grad der Entwicklung und damit auch mit der Höhe des Volkseinkommens zunehmen.

Stand die Wohnungspolitik bis in die achtziger Jahre hinein unter dem Primat der Versorgung breiter Bevölkerungsschichten und damit letztlich in dem zumindest quantitativ gelungenen Versuch, die Folgen des II. Weltkrieges für den Wohnungsmarkt zu beheben, so war der Ära Kohl letztlich von theoretischer Konzeptionslosigkeit bei gleichzei-

tig in der Praxis teilweise erfolgreicher Wohnungspolitik geprägt – insbesondere in der Bewältigung der Aufgaben in den neuen Bundesländern – und die Regierung Schröder kombiniert bislang theoretische Konzeptionslosigkeit mit fehlenden Erfolgsaussichten. Heute erhält Wohnungspolitik jedoch aufgrund der dargestellten Zusammenhänge aus dem finanzwirtschaftlichen und optionstheoretischen Ansatz eine völlig neue Aufgabe, die als Herausforderung für die Zukunft zu werten ist: Wohnungspolitik sollte in Zukunft damit befasst sein, Rahmenbedingungen zu schaffen, die geeignet sind, dem in einer Wohlstandsgesellschaft notwendigerweise immer bedeutenderen Mietwohnungsmarkt Entwicklungsperspektiven zu geben. Nicht mehr die Behebung von Kriegsfolgen und jenen, die vierzig Jahre sozialistischer Diktatur mit sich gebracht haben, ist dann Ziel der Wohnungspolitik, sondern die Gestaltung von Rahmenbedingungen zur dauerhaften Entwicklung eines privaten Mietwohnungsmarkts als Zeichen und Voraussetzung einer wohlhabenden Gesellschaft.

## **7 Ergebnisse und Folgerungen**

In der Einleitung der Arbeit wurden Gründe für die Theorieschwäche der deutschen und internationalen wohnungspolitischen Diskussion aufgezeigt. So wurde postuliert, dass Arbeitsteilung auch für den wissenschaftlichen Betrieb sinnvoll und nützlich ist. Hypothesenbildung sollte daher von Modellbildung und dem Testen von Modellen unterschieden werden. Gerade weil die internationale Forschung mehrheitlich auf diese Arbeitsteilung verzichtet, ist ein Defizit bei der Entwicklung von Forschungsprogrammen auszumachen. An dieser Stelle setzt diese Arbeit an und entwickelt verschiedene Ansätze zum Verständnis unterschiedlicher, am Wohnungs- und Immobilienmarkt zu beobachtender Phänomene.

In der Abhandlung wurden vier Theorieansätze, der güterwirtschaftliche, finanzierungstheoretische, vermögensmarktwirtschaftliche und optionstheoretische Ansatz ausgemacht, ihre Annahmen und Erklärungsmuster beschrieben, die sich jeweils ergebenden Handlungsempfehlungen dargelegt und zueinander in Konkurrenz gesetzt. Die Gliederung der Arbeit folgte den unterschiedlichen Betrachtungsweisen.

Die vier vorgestellten und entwickelten Marktkonzepte können und sollten auch über die wohnungswirtschaftliche Debatte hinaus Anwendung auf immobilienwirtschaftliche und wirtschaftswissenschaftliche Fragestellungen haben. Aus diesem Grunde ist die Zusammenfassung vom Fazit und Ausblick abgehoben.

### **7.1 Zusammenfassung**

Die erste, in Teil 2 der Arbeit behandelte Theorie ist die güterwirtschaftliche. Der güterwirtschaftliche Theorieansatz ist im wohnungswirtschaftlichen Diskurs dominant und findet häufig in impliziter Form Verwendung. Unabhängig von den später in Teil 5 der Arbeit aufgezeigten Grenzen des güterwirtschaftlichen Ansatzes wurden verschiedene immanente Probleme behandelt.

Zunächst erfolgte die Herleitung einer sinnvollen Definition von Angebot und Nachfrage im Wohnungsmarkt, die mit der des gehandelten Gutes – Flächennutzungsmöglichkeit pro Zeiteinheit – konform geht. Es wurde angenommen, dass das Angebot zumindest kurzfristig preisunelastisch ist. Dass das Angebot auch mittel- und langfristig preisunelastisch ist, verdeutlicht sich erst aus dem optionstheoretischen Ansatz, der unter Punkt 5 Behandlung erfuhr. Die Nachfrage ist preis- und einkommenselastisch und das verfügbare Einkommen (und damit weder die Bevölkerungszahl noch die Anzahl der Haushalte) die wesentliche Determinante der Nachfrage.

Unter der Annahme, das im Wohnungsmarkt gehandelte Gut sei homogen, wurden mit Hilfe des mikroökonomischen Instrumentariums im Rahmen einer komparativ-statischen Analyse verschiedene Marktprozesse in einem ersten Schritt analysiert. Hieraus ergaben sich als Handlungsempfehlungen bereits die Schaffung von flexiblen Preisen und Markttransparenz. Bei flexiblen Preisen wird der Markt jeweils geräumt und es kann zu keinen nachhaltigen Marktanspannungen kommen. Hier fand sich der Kern der güterwirtschaftlichen jedoch falschen Überzeugung, jede Nachfrage schaffe ihr Angebot, eine Vorstellung, die technisch formuliert ein preiselastisches Angebot unterstellt, also graphisch gesehen eine steigende Angebotskurve.

In einem weiteren Schritt wurde die Annahme, dass die gehandelten Güter homogen seien, durch die, dass sie heterogen seien, sich jedoch Gruppen homogener Gütern bilden lassen, ersetzt. Auf diese Weise konnte eine Marktsegmentierung erfolgen. Das Filtering-Modell ist das wichtigste güterwirtschaftliche Modell und konnte nur mit Hilfe der Marktsegmentierung dargestellt werden. Die aus dem Filtering-Modell folgenden Handlungsempfehlungen ergänzten jene, welche aus der Annahme homogener Güter abgeleitet wurden. Die Hypothese, Nachfrage schaffe Angebot, wurde verfeinert und auch auf Bestandsinvestitionen bezogen. Das Filtering-Modell geht davon aus, dass neue Flächen angeboten werden, sofern die Marktmiete in den Wohnungen des höchsten Qualitätssegments über die auskömmliche Miete für Neubau steigt. Weiter geht das Filtering-Modell davon aus, dass auch im Bestand Investitionen erfolgen (Instandsetzungen und Modernisierungen), sofern Marktmieten im jeweiligen Wohnungssegment diese Investitionen auskömmlich erscheinen lassen.

Die sich aus dem Filtering-Modell ergebenden Handlungsempfehlungen entsprachen jenen, die sich bei der Annahme es handele sich um homogene Güter ableiten ließen: Liberalisierung des Marktes, insbesondere der Mieten sowie Schaffung von Transparenz. Wenn sich die Mieten an die jeweiligen Marktmieten anpassen können und Filtering-Prozesse zwischen den Wohnungssegmenten nicht unterbrochen werden, kommt es einerseits zu einer effizienten und marktgerechten Allokation des gehandelten Gutes und zum anderen wird das Angebot mittel- bis langfristig die Nachfrage befriedigen, insofern das Angebot auf die Nachfrage reagiert. Beim güterwirtschaftlichen Ansatz legitimiert sich Wohnungsbauförderung über den meritorischen Charakter des Gutes Wohnen. Da das Angebot auf die Nachfrage reagiert und der Markt im Zweifel bei flexiblen Mieten besser die Nachfrage trifft als staatliches Handeln, erfährt die Subjektförderung über das Filtering-Modell gegenüber der Objektförderung ihre Bevorzugung. Hieraus leitete sich auch die Förderung von Wohneigentum als Förderung der Wohnungsnutzer im obersten Segment ab.

Unabhängig von der fundamentalen Problematik des güterwirtschaftlichen Ansatzes, welche sich aus der optionstheoretischen Argumentation ergab und die darin besteht, dass Nachfrage allein nicht zu einer Angebotsausweitung führen kann, weil die Bebauung von Grundstücken an ihrer Optionseigenschaft scheitert, fanden sich auch im Filtering-Modell Defizite, die sich aus der falschen Hypothese, die Qualität einer Wohnung vermindere sich im Zeitablauf, herleiteten. Es ist recht unwahrscheinlich, dass die Lagequalität einer Wohnung im Zeitablauf abnimmt, doch auch andere Qualitätsmerkmale von Wohnungen sind offensichtlich unabhängig vom Ablauf der Zeit. Wenn der Filtering-Prozess gestört wird, können die Filtering-Effekte nicht stattfinden, so dass das Filtering-Modell in diesem Fall auch nicht mehr in der Lage ist, mehr zu erklären als eine mikroökonomische Analyse bei Annahme eines homogenen Gutes, wobei Kritiker die Hypothese eines homogenen Gutes letztlich nicht akzeptieren und gerade aus der Heterogenität des Wohnungsmarktes ein Marktversagen ableiten und staatliche Interventionen begründen.

Der finanzwirtschaftliche Ansatz erkennt eine der nominellen Finanzierung vorgelagerte Finanzierungsebene, bei der der Kapitalbetrag nicht in Form finanzieller Mittel, sondern als Naturalia übergeben wird. Diese finanzielle Beziehung konnte als Zahlungsstrahl re-



aler Zahlungen (Anlehnung an die neoklassische Interpretation von Investition und Finanzierung) oder als institutionalisierte Partenteilung (Anlehnung an die neoinstitutionalistische Interpretation) dargestellt werden. Dabei wurde der Erwerb der Flächennutzungsmöglichkeit durch Vermietung als Fremdfinanzierung und der Erwerb einer Fläche durch den Nutzer als eigenkapitalähnliche Finanzierung begriffen. Damit konnten Theorien der betrieblichen Finanzwirtschaft auf die Frage der optimalen Transaktionsform in die der optimalen Finanzierung übertragen werden.

Zuvor wurde das Finanzierungspostulat von Williamson zur optimalen Finanzierung umrissen. Danach soll der Anteil der objektgesicherten Fremdfinanzierungen der Summe der drittverwendungsfähigen und damit unspezifischen Aktiva entsprechen. Diese Finanzierungsregel wurde sodann auf die finanzielle Beziehung auf der ersten Ebene übertragen. Im Ergebnis sollten unspezifische Wohnungen vermietet und spezifische Wohnungen in der Form der selbstgenutzten Eigentumswohnung auf der ersten Ebene finanziert werden. Dabei beantwortete sich die Frage, wann eine Wohnung spezifisch bzw. unspezifisch ist, nachfragebezogen. Es zeigte sich, dass die Determinanten der Nachfrage mit steigendem Gesamtbudget für eine Wohnung sich eher multiplikativ als additiv verknüpfen, wodurch die Spezifität von Wohnungen mit Höhe der Gesamtmiete überproportional steigt.

Da Fremdkapital stets preiswerter als Eigenkapitalfinanzierungen sind und es sich empirisch nachweisen lässt, dass reife und wohlhabende Volkswirtschaften (z. B. gemessen am Pro-Kopf-Einkommen) mit einem besonders hohen Anteil an Fremdfinanzierungen einhergehen, ist die Schaffung eines adäquaten Mietrechts ein sinnvolles Ziel, insoweit es die Fremdfinanzierung der Nutzung ermöglicht bzw. erleichtert. Es zeigte sich auch bei Anwendung spieltheoretischer Modelle und Ansätze, wie dem des Hold Up, dass Eigentumswohnungsgemeinschaften mit sehr hohen Delegationskosten verbunden sind, die im Falle einer Wohnungsvermietung durch einen Eigentümer nicht anfallen. Auch vor diesem Hintergrund war die Entwicklung guten Mietrechts geboten.

Bei der Formulierung guter Mietrechtsregulierungen wurde Rückgriff auf Theorien der betrieblichen Finanzwirtschaft, insbesondere auf die Theorie zur adversen Selektion genommen. Gutes Mietrecht ist dabei technisch formuliert dann gegeben, wenn die Markt-



teilnehmer auf freiwilliger Basis das Mietmarktvolumen maximieren. Diese Maxime entspricht auch einer pareto-optimalen Situation.

Zur Gestaltung von gutem Mietrecht mussten die fundamentalen Interessen von Mietern und Vermietern erkannt und gewahrt werden. Mieter müssen, wollen sie sich nicht auf einem suboptimalen Nutzenniveau befinden, Kosten in ihre Wohnungen versenken, die bei einem Auszug nicht mehr amortisiert werden können. Da Mieter in Höhe dieser Kosten an die Wohnung gebunden sind, insoweit sie diese in einer anderen Wohnung erneut aufwenden müssten, haben Mieter ein fundamentales Interesse am Kündigungsschutz. Wegen der mit der adversen Selektion verbundenen Mechanismen kann dieser Kündigungsschutz vertraglich nur bedingt über den Markt geregelt werden. Kündigungsschutz ist somit kein sozial begründetes Korrektiv, sondern eine notwendige Regulierung für die Funktionsfähigkeit von Mietmärkten. Das fundamentale Interesse der Vermieter besteht darin, stets die jeweilige Knappheitsmiete zu erhalten und die Wohnungen mittels Bauinvestitionen in ein anderes (höheres) Wohnungssegment überführen zu können. Das deutsche System der ortsüblichen Vergleichsmiete ist brauchbar, sofern zum einen bei der Ermittlung der ortsüblichen Vergleichsmiete von festen Fluktuationsraten ausgegangen wird und zum anderen die Kappungsgrenzen zumindest entschärft werden. Interessanterweise ist es nicht das Interesse der Vermieter kostenorientiert Investitionsmaßnahmen auf die Miete umlegen zu dürfen.

Aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz ergaben sich eine Fülle von Handlungsempfehlungen. Wenngleich sich Förderungen selbst nicht aus dem finanzierungstheoretischen Ansatz herleiten ließen, konnten doch eine Reihe von Empfehlungen zur Ausgestaltung von Förderungen formuliert werden. Das deutsche Steuerrecht ist in fast keiner Regelung neutral hinsichtlich der Finanzierung auf der ersten Ebene. Bereits die Konsumgütlösung für selbstgenutztes Wohneigentum, aber auch die Grunderwerbsteuer, ebenso wie unterschiedliche Abschreibungsmöglichkeiten und Investitionszulagen, die nur bei einer Vermietung von Wohnraum greifen, bis hin zum Baukindergeld stellen nicht-neutrale Rahmenbedingungen hinsichtlich der Finanzierung auf der ersten Ebene dar. Gleiches gilt für nicht-fiskalische Regulierungen wie das Aufteilungsgebot bzw. Aufteilungsverbot von Mietwohnungen zu Eigentumswohnungen. Jede Einflussnahme auf die Finanzierung auf der ersten Ebene kann jedoch stets zu unnötig hohen volkswirt-

schaftlichen Kosten führen, insoweit gegebenenfalls eine suboptimale Finanzierung der ersten Ebene erzwungen wird, so dass von daher gefordert wurde, die Förderbedingungen hinsichtlich der Finanzierung auf der ersten Ebene neutral zu gestalten.

Die Schaffung eines guten Mietrechts war in einem zweifachen Sinne als eine weitere Handlungsempfehlung festzuhalten. Einerseits kann Mietrecht als Institution Wohlstand ohne Missachtung des Pareto-Optimums schaffen und zum anderen ist gutes Mietrecht geradezu eine Voraussetzung für wohlhabende Volkswirtschaften, insoweit dadurch erst eine starke Fremdfinanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene möglich wird. Schließlich blieb die Frage offen, ob Wohlstand eine Folge hoher Fremdfinanzierung oder hohe Fremdfinanzierung eine Folge von Wohlstand ist oder beides auf eine gemeinsame Ursache zurückgeführt werden kann.

Ogleich das Mietrecht der Bundesrepublik Deutschland im internationalen Vergleich recht gut dasteht, ließen sich Verbesserungsvorschläge, die im Rahmen einer Mietrechtsreform umsetzbar sind, nennen. Diese beziehen sich auf die Bestimmung der ortsüblichen Vergleichsmiete sowie den Wegfall kostenorientierter Regelungen. In der Öffentlichkeit wird Mietrecht häufig als politisches Thema wahrgenommen, doch ist der politische Gestaltungsspielraum beim Mietrecht, sofern der Verkauf von Wohnflächennutzungsmöglichkeiten über die Vermietung von Wohnflächen nicht gefährdet, sondern gefördert werden soll, relativ eng.

Aus der vermögensmarktwirtschaftlichen Argumentation ergab sich primär eine Kritik am güterwirtschaftlichen Ansatz: Wenn die Preise von Immobilien als Vermögensgegenstand überwiegend von Inflationsraten und Inflationsrisiken abhängen, können sie nicht jene Signal- und Steuerungsfunktion übernehmen, die ihnen im güterwirtschaftlichen Modell zugewiesen werden.

Immobilien haben zum einen die Eigenschaft, zumindest den realen Kapitalwert gegenüber erwarteter Inflation zu immunisieren. Allein aus dieser Eigenschaft ergab sich rechnerisch, dass sich nominelle Immobilienpreise ausgehend von Preisstabilität bei einem Anstieg der jährlichen Preissteigerungsrate auf fünf Prozent c. p. und entsprechend sinkenden Realzinsen bereits verdoppeln. Darüber hinaus sind Immobilien geeignet,

Schutz gegen unerwartete Inflation zu gewährleisten, Inflationsänderungsrisiken also zu hedgen. Investoren sind bereit, für die Sicherheit der realen Verzinsung eine Prämie zu bezahlen, die letztlich geringeren Renditen entspricht und als non-pekuniärer Ertrag im monetär-keynesianischen Sinne aufgefasst werden kann.

Zwar erfolgten aus dem vermögensmarktwirtschaftlichen Ansatz keine direkten Handlungsempfehlungen – geht man von fehlender Geldwertstabilität als Datum und nicht als Variable aus –, doch verwies der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz den güterwirtschaftlichen in seine engen Grenzen, insoweit güterwirtschaftlich bedingte Preissignale gegenüber den vermögensmarktbedingten bereits im quantitativen Vergleich völlig belanglos sind. Schließlich blieb festzuhalten, dass es zwar richtig ist, dass die vermögensmarktbedingten Preissignale die güterwirtschaftlichen überschatten, dass aber letztlich die Effekte des Vermögensmarktes eben nur den Vermögensmarkt und nicht direkt den Gütermarkt tangieren. Der Einfluss beschränkt sich auf die Bewertung von Investitionsgütern, also den Vermögensgegenständen, was nicht bedeuten muss, dass ein Einfluss auf Bestandsveränderungen gegeben ist. Die optionstheoretischen Überlegungen zeigten dagegen vielmehr, wie es regelmäßig zu Bestandsveränderungen im Vermögensmarkt und damit zur Ausweitung des Angebotes kommt. Der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz konnte nur eine Bewertung der vorhandenen Bestände bieten.

Der optionstheoretische Ansatz begreift Grundstücke als Realoptionen. Ein Grundstück definiert sich damit über sein Baurecht. Der Eigentümer eines Grundstücks hat ein Baurecht, aber keine Baupflicht. Die Bebauung des Grundstücks entspricht somit der Ausübung der Option, weswegen Bauinvestitionen auch stets optionstheoretisch verstanden und analysiert werden können. Bauinvestitionen überhaupt zu erklären wurde zu einem nicht-trivialen Problem, insoweit Grundstücke als Optionen regelmäßig eine unendliche Laufzeit haben, wodurch – da jede Bauinvestition als eine Ausübung der Option begriffen werden muss – bei einer Bebauung stets Vermögen in Höhe des i. d. R. auftretenden Aufgeldes der Option vernichtet wird. Es bedurfte besonderer Rahmenbedingungen, um eine Bebauung in einem Marktprozess bei Existenz von Aufgeldern darstellen zu können, die nur anhand der Erstellung einer gewerblich zu nutzenden Fläche (Büros als produktionsorientierte preisunelastisch nachgefragte Fläche) hergeleitet werden konnte.

Es wurde erarbeitet, dass Bauinvestitionen dann erfolgen, wenn bei einer Nachsteuerbetrachtung die Aufgabe des Aufgeldes der Option Grundstück durch einen Vermögensvorteil zumindest kompensiert wird. Dieser Vermögensvorteil mag in einer Subvention, einer steuerlichen Präferenz oder der Verhinderung eines Absenkens des inneren Wertes der Option Grundstück bestehen. Das entwickelte Modell argumentiert mit homogenen Erwartungen aller Marktteilnehmer, vollständiger Markttransparenz, homogener Kostenstruktur aller Projektentwickler und Unsicherheit über die Zukunft. Bei der Errichtung einer Fläche produktionsorientierter Nachfrage kann diese Konstellation bei der Erwartung fallender Preise konstruiert und auch beobachtet werden. Weil die Wohnungsnachfrage jedoch preiselastisch ist, tritt der aufgezeigte Marktmechanismus nicht auf, weswegen Wohnungsbauiinvestitionen primär aufgrund steuerlicher Anreize stattfinden können. Der Steuervorteil wurde als eine Zahlung nach Steuern aufgefasst, die die Vernichtung des Aufgeldes kompensiert.

Aus dem optionstheoretischen Ansatz folgte die Negation der güterwirtschaftlichen Hypothese, jede Nachfrage induziere ihr Angebot, sofern die gebotenen Preise auskömmlich sind: Das Angebot an Flächen ist kurz-, mittel- und meist auch langfristig preisunelastisch und die Angebotskurve somit eine Vertikale; Angebotsausweitungen können im Rahmen eines Marktprozesses nur bei Flächen einer preisunelastischen Nachfrage stattfinden, sofern Erwartungen über fallende Preise gegeben sind. Weil die Nachfrage nach Wohnflächen preiselastisch ist, werden wohnungswirtschaftliche Investitionen grundsätzlich nur bei steuerlichen Förderungen vollzogen.

Aufgrund des optionstheoretischen Ansatzes konnte der güterwirtschaftliche Ansatz auch nicht in seiner verfeinerten Form, dem Filtering-Modell, die Entstehung von Bauinvestitionen erklären. Der optionstheoretische Ansatz wies den güterwirtschaftlichen in seine nachfragebezogenen Grenzen zurück. Auch Marktphänomene, wie jene, dass der Mietwohnungsmarkt stärker von steuerlichen Rahmenbedingungen abhängig ist, bzw., dass die Fertigstellungszahlen für Mietwohnungen volatiler als jene für Eigentumswohnungen oder Einfamilienhäuser sind, konnte mit dem optionstheoretischen Ansatz in Kombination mit dem finanzierungstheoretischen erklärt werden.

Mit dem optionstheoretischen Ansatz konnte eine Fülle von staatlichen Interventionen begründet und entwickelt werden. Staatliche Förderung dient nun nicht mehr der Schaffung eines meritorischen Gutes und bezieht sich nicht nur auf die Förderung einkommensschwacher Haushalte, sondern bekommt einen dauerhaften Stellenwert in der Gesellschaft. Eines der größten Probleme war dabei, dass nunmehr Angebotsausweitungen nur noch sehr wenig mit Nachfrage zu tun haben, der Zusammenhang auf jene Bereiche schmilzt, in denen die aufgrund staatlicher Intervention geschaffenen Wohnungen nicht mehr zu einem die Baukosten deckenden Mietpreis vom Markt absorbiert werden, d. h. das Grundstück ist vor und nach Förderung als Option aus dem Geld. Weil sich Angebotsausweitungen nicht mehr direkt auf die Nachfrage beziehen, sondern sich aus dem insgesamt zu vergebenden Abschreibungsvolumen und den Baukapazitäten ergeben, muss es zu einer Wohnungspolitik des Stop and Go kommen, die auch empirisch zu beobachten ist.

Mit Hilfe des optionstheoretischen Ansatzes konnten nunmehr auch unterschiedliche staatliche Förderungen in Form steuerlicher Rahmenbedingungen überprüft und beurteilt werden. Exemplarisch wurden die steuerlichen Regelungen der §§ 2 Abs. 3, 2b EStG sowie die der Abschreibungsmöglichkeiten nach §§ 7h und 7i EStG untersucht. Dabei zeigte sich, dass nur ein Teil der notwendigen staatlichen Förderungen beim Grundstückseigentümer ankommt und demnach gewaltige Effizienzsteigerungen möglich sind.

Der sechste und letzte Hauptteil der Arbeit stellte einen Zusammenhang zwischen den vier Marktkonzepten her, untersuchte, welches jeweils dominant ist, welches zu Handlungsempfehlungen, die Bauinvestitionen erklären können, führt und welche zu solchen leiten, die für ein Pareto-Optimum bei der Allokation der Flächen zu beachten sind.

Dabei zeigte sich, dass zur Erklärung von Angebotsausweitungen der güterwirtschaftliche Ansatz gegenüber dem vermögensmarktwirtschaftlichen und mehr noch gegenüber dem optionstheoretischen zurückweichen muss und er lediglich nachfragebezogene Argumentationsstränge stützen kann. Die Einhaltung der Handlungsempfehlungen des güterwirtschaftlichen Ansatzes kann keine Bauinvestitionen generieren, ist aber für eine pareto-optimale Allokation der Flächen entscheidend.

## 7.2 Fazit und Ausblick

Als Fazit der Arbeit lassen sich drei Ebenen voneinander unterscheiden. Auf einer ersten Ebene werden vier Theorieansätze zur Erklärung unterschiedlicher Phänomene und Mechanismen im Wohnungsmarkt dargestellt bzw. entwickelt. Von den vier Ansätzen, dem güterwirtschaftlichen, dem finanzierungstheoretischen, dem vermögensmarktwirtschaftlichen und dem optionstheoretischen findet traditionell nur der güterwirtschaftliche Ansatz in der wohnungswirtschaftlichen Diskussion Anwendung. Zwar gibt es sowohl Veröffentlichungen, welche die Phänomene der anderen drei Ansätze beschreiben als auch solche, die implizit teilweise Argumente dieser Ansätze verwenden, doch ist in der wohnungswirtschaftlichen Literatur weder ein systematisches Begreifen der Vermietung als Fremdfinanzierung der Nutzung bzw. der Eigennutzung als Eigenkapitalfinanzierung der Nutzung, noch das Begreifen von Grundstücken als Optionen anzutreffen. Die Arbeit liefert neue Sichtweisen zur Erklärung unterschiedlicher Marktphänomene und leitet aus diesen Handlungsempfehlungen ab.

In einer zweiten Dimension können die vier Sichtweisen als harter Kern eines Forschungsprogramms verstanden werden. Gerade bei der Formulierung eines Forschungsprogramms hat sich die internationale wohnungs- und immobilienwirtschaftliche Forschung bislang sehr schwer getan. Die Gründe für diese Entwicklung sind in der Einleitung erörtert. Das 'Haus der Immobilienökonomie' von Schulte<sup>287</sup> stellt die Visualisierung eines Forschungsprogramms für die Immobilienökonomie dar.

Die vier Theorieansätze sind als Kernthesen eines wohnungspolitischen Forschungsprogramms interpretierbar. So ist es nicht sinnvoll, beispielsweise die Auffassung, Grundstücke seien Optionen, empirisch zu widerlegen. Vielmehr können unter Rückgriff auf diese Kernthese eine Reihe von Modellen entwickelt werden, die insbesondere auch stadtplanerische Aspekte oder Besonderheiten gewerblicher Objekte und Projekte berücksichtigen. Die weiteren Möglichkeiten der Anwendung der vier Kernthesen auf andere Fragestellungen der Immobilienwirtschaft und der Wirtschaftswissenschaften

<sup>287</sup> Schulte, Immobilienökonomie, S. 39.



insgesamt werden weiter unten behandelt. Die Kernthesen lauten wie folgt:

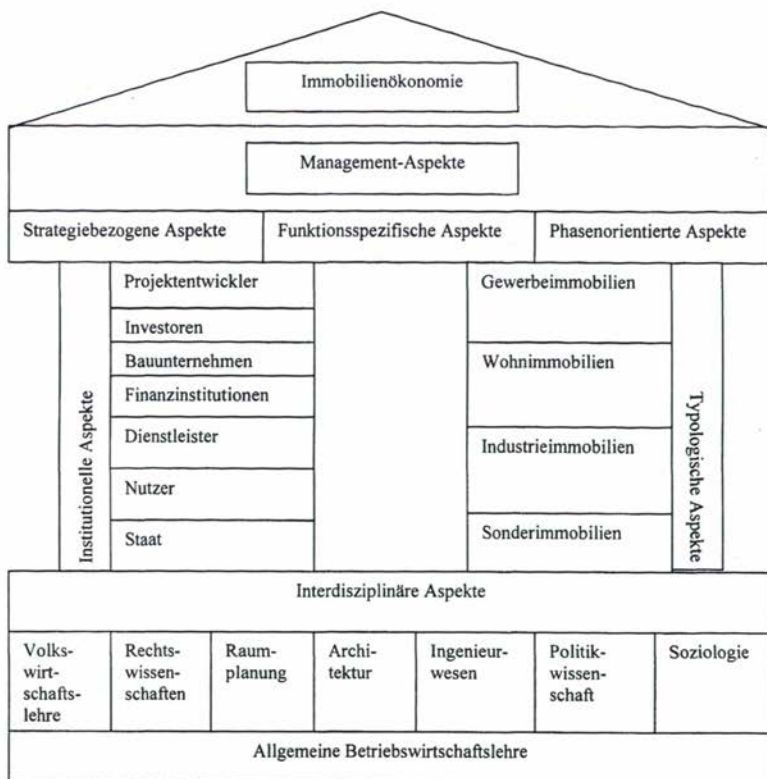
1. Wohnungsmärkte sind güterwirtschaftlich über den Verkauf von Flächennutzungsmöglichkeiten zu begreifen. Hierzu kann das Instrumentarium der Mikroökonomie in Anwendung gebracht werden. Die Nachfrage entspricht der Zahlungsbereitschaft der Nachfrager und das Angebot dem Bestand. Aufgrund des Optionscharakters von Grundstücken ist das Angebot relativ preisunelastisch.
2. Wohnungsmärkte sollen finanzierungstheoretisch als Finanzmärkte begriffen werden, insoweit eine Finanzierung der Nutzung stattfindet, die der Immobilienfinanzierung als Finanzierung der Erträge der Nutzung vorgelagert ist. Auf diese erste Ebene der Finanzierung können Theorien der betrieblichen Finanzwirtschaft in Ansatz gebracht werden, wobei dies sowohl neoklassische als auch neoinstitutionalistische Ansätze umfasst.
3. Wohnungsmärkte sollen vermögensmarktwirtschaftlich als Vermögenswerte begriffen werden, wobei die Bewertung von Immobilienvermögen aufgrund ihrer Inflationshedgeeigenschaften etc. primär von geld- und währungspolitischen Faktoren abhängt.
4. Weil Grundstücke als Optionen verstanden werden müssen, ist die Frage der Bebauung von Grundstücken nicht trivial und erfordert bei wohnungswirtschaftlich genutzten Grundstücken staatliche Interventionen.

Diese Kernthesen lassen auch eine Weiterentwicklung des Hauses der Immobilienökonomie nach Schulte<sup>288</sup> zu. Da sich aus dem optionstheoretischen insbesondere auch in Verbindung mit dem finanzierungstheoretischen Ansatz aktives staatliches Handeln begründet, sollte staatliches Handeln in das 'Haus der Immobilienökonomie' mit eingebunden werden. Diese Integration sollte in zwei Bereichen stattfinden. Erstens sind unter dem Teil „Interdisziplinäre Aspekte“ die Kernthesen sowie Theorien über staatliches Handeln aufzunehmen – hier erscheint es geboten zumindest die Politikwissenschaften und möglicherweise auch die Soziologie als Disziplinen mit aufzuführen.

<sup>288</sup> Schulte, Immobilienökonomie, S. 39.



Abbildung 32: Weiterentwicklung 'Haus der Immobilienökonomie'



Zum Zweiten muss staatliches Handeln institutionell begriffen werden, so dass unter „institutionelle Aspekte“ der Staat in seiner Eigenschaft als Fiskus sowie als rahmenschaaffende Instanz aufzuführen ist. Es ergibt sich ein weiterentwickeltes Haus wie es in Abbildung 32 aufgezeigt ist. Die Untergliederung der strategiebezogenen, funktionsspezifischen und phasenorientierten Aspekte ist zur Aufrechterhaltung der Übersichtlichkeit ausgeblendet worden, soll jedoch beibehalten werden.

Die dritte Dimension des Fazits betrifft die weiteren Forschungsmöglichkeiten, die sich aus den Kernthesen ergeben, womit zugleich auch der Ausblick angeschnitten wird. Wenngleich der güterwirtschaftliche Ansatz nicht geeignet ist, die Entstehung von An-

gebot zu erklären, so zeigt sich doch, dass er wichtig für die Einhaltung eines Pareto-Optimums ist. Gerade in Deutschland ist die Nachfrage nach Wohnraum noch immer unzureichend untersucht. Auch neuere Studien<sup>289</sup> gehen weiterhin davon aus, dass die Zahl der Haushalte eine wesentliche Determinante der Nachfrage sei. Sowohl für private Investoren als auch für die Formulierung einer staatlichen Förderpolitik und auch zur Bewältigung der notwendigen Reform der Baunutzungsverordnung wäre es hilfreich, mehr über die Nachfrage nach Wohnraum insbesondere in einem Wachstumsprozess zu erfahren.

Der finanzierungstheoretische Ansatz erlaubt eine Vielzahl von weiteren Forschungsvorhaben. Bezogen auf die erste Ebene der Finanzierung fehlt es naturgemäß an empirischen Studien. Interessant ist auch die Untersuchung von Mezzanine-Finanzierungen zwischen der ersten und der zweiten Ebene der Finanzierung, wie es Leasing darstellt. Der Erbbaurechtsvertrag ist eine Finanzierungsform auf der ersten Ebene; eine umfassende Analyse mit dem neuen Instrumentarium sollte erleichtert werden. Ebenso stehen bezogen auf die Entwicklung von gutem Mietrecht eine Reihe von Forschungsfragen an. Zum einen gilt es, quantitativ testbare Modelle zu entwickeln, um so beispielsweise die Bedeutung der adversen Selektion auf Mietmärkten messen zu können. International vergleichende Studien werden gerade auch beim Mietrecht gefragt sein.

Betrachtet man sowohl die Bedeutung der Finanzierung auf der ersten als auch auf der zweiten Ebene in Zusammenhang mit dem Finanzierungspostulat von Williamson und den postulierten Relationen zwischen der Nutzung und der Finanzierung von Immobilien, so lassen sich mit diesem Instrumentarium weitere, neue Finanzierungsvehikel und damit auch Anlageprodukte entwickeln. Bei Schulte, Schäfers, Hoberg, Homann, Sotelo, Vogler<sup>290</sup>, Sotelo<sup>291</sup> sowie Berry, McGreal, Sieracki, Sotelo<sup>292</sup> sind die relativen Vorteile beispielsweise offener Immobilienfonds als Finanzierungsinstitution von risikoarmen Immobilien mit hohem Wertentwicklungspotential erarbeitet worden. Muss, und wenn, wie muss das Anlageprodukt offener Fonds geändert werden, um beispielsweise zugleich eine optimale Finanzierung auf der zweiten Ebene bezogen auf das Finanzie-

<sup>289</sup> z. B. die neueste Ifo-Studie zur Wohnungsnachfrage

<sup>290</sup> Schulte/Schäfers/Hoberg/Homann/Sotelo/Vogler, Betrachtungsgegenstand, S. 56-63.

<sup>291</sup> Sotelo, Zusammenhänge, S. 206-209.

<sup>292</sup> Berry/McGreal/Sieracki/Sotelo, Investment Vehicles, S. 430-443.

rungspostulat von Williamson, wonach Immobilien maximal fremdfinanziert werden sollen, sofern nicht spezifische Aktiva betroffen sind, zu erreichen, ohne die mit dem erhöhten Gesamtrisiko verbundene Gefahr des Banken-Run unverhältnismäßig zu vergrößern? Ähnliche Fragestellungen ergeben sich auch bei anderen Finanzierungsformen.

Der vermögensmarktwirtschaftliche Ansatz kann gerade zur Beurteilung internationaler Immobilienportfolios, dem Ausnutzen von Zyklen und der Bestimmung des optimalen Zeitpunkts für Investitionen genauso wie für Desinvestitionen neue Akzente setzen. Weitere Grundlagenforschung wird insbesondere bei der empirischen Messung von Inflationserwartungen nötig werden. Zukünftig werden Immobilienfondsmanager verstärkt mit dem Analyseinstrumentarium aus dem Devisen- und Fixed-Income-Research arbeiten müssen.

Der optionstheoretische Ansatz verlangt nach einer Vielzahl von Forschungsvorhaben. Zum einen sind praktisch sämtliche steuerlichen Rahmenbedingungen neu zu gestalten. Wichtig für eine quantitative fiskalische Anwendung wird dabei die Messung von Aufgeldern werden. Der optionstheoretische Ansatz hat jedoch ebenso Bedeutung für Projektentwickler, Banken und Grundstückseigentümer. Alle drei Gruppen von Akteuren sollten ihre jeweilige Risikoposition, wie sie sich optionstheoretisch ergibt, bestimmen lernen. Der optionstheoretische Ansatz hat insbesondere für stadt- und raumplanerische Fragen eine sehr große Bedeutung, was teilweise, wenn auch nicht explizit – man erkennt dieses an einzelnen Regelungen im Baugesetzbuch wie bei den Baugeboten – bereits verarbeitet worden ist. Bedeutsam wird die Koordination stadtplanerischer Zielvorgaben mit den Anforderungen des Marktes und den jeweils vorhandenen Förderinstrumenten.

Der möglicherweise entscheidende wohnungswirtschaftliche Forschungsbereich sollte jedoch jener sein, welcher aus der Kombination der unterschiedlichen Ansätze, insbesondere dem finanzierungstheoretischen und dem optionstheoretischen hervorgeht: Wenn es richtig ist, dass die Fremdfinanzierung der Nutzung als Vermietung von Wohnungen gerade in wohlhabenden Gesellschaften zu beobachten und möglicherweise eine hohe Fremdfinanzierung gar wohlstandsbegründend ist, zugleich aber auch aus dem optionstheoretischen Ansatz folgt, dass gerade Mietwohnungsbau nur bei entsprechenden

staatlichen Anreizen erfolgt, dann stellt sich die Frage nach der Bedeutung öffentlichen Handelns ganz neu. Eine liberale Antwort auf Staatsversagen, die in ihrem Kern staatliches Handeln zurück auf rein hoheitliche Aufgaben reduziert, ist dann möglicherweise nicht mehr ausreichend, weil es ohne staatliche Interventionen nicht zu den beschriebenen Wohlstandssteigerungen kommen kann.

Mit dieser Arbeit ist nachgewiesen worden, dass es kein Marktversagen, sondern nur falsche Erwartungen an den Markt gibt, die größtenteils durch verkehrte bzw. unzureichende Marktmodelle begründet sind. Offen bleibt die Frage, ob nicht auch der Staat seinerseits mit der formulierten Aufgabenstellung überfordert ist, Funktionsbedingungen öffentlichen Handelns eine derartige Intervention gar nicht zulassen, so dass man insofern ebenso irrtümlicherweise von einem Staatsversagen sprechen mag, mit der Folge, dass dringende wohnungspolitischen Herausforderungen der Zukunft möglicherweise leider nur unerledigte Aufgaben bleiben.

## Literaturverzeichnis

- Adair, Alister S. / Berry, Jim N. / McGreal, Stanley W. (Land Availability): Land availability, housing demand and the property market, in: *Jl. of Property Research*, 8, 1991, S. 59-69.
- Adair, Alister S. / Berry, Jim N. / McGreal, Stanley W. (Housing Market): Assessing influences upon the housing market in Northern Ireland, in: *Jl. of Property Research*, Vol. 15, No. 2, 1998, S. 121-134.
- Adams, C.D. / May, H.G. (Land Ownership): Active and passive behaviour in land ownership, in: *Urban Studies*, Vol. 28, No. 5, 1991, S. 681-705.
- Akerlof, George A. (Market for Lemons): The Market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, in: *Quarterly Jl. of Economics* 84, 1970, S. 488-500.
- Aleman Láin, Pedro / Sotelo, Ramon (Duración): La duración de los contratos y la actualización de la renta en la nueva ley de arrendamientos urbanos: una aproximación crítica desde la economía de los costes de transacción, in: *La Ley*, XVIII, No. 4379, 1997, S. 1-5.
- Amran, Martha / Kulatilaka, Nalin (Real Options): Real options, Boston, Mass. 1999.
- Arnott, Richard (Rent Control): Rent control and options for decontrol in Ontario, Toronto 1981.
- Arnott, Richard (International Rent Control): Rent control: the international experience, in: *The Jl. of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 1, No. 3, Nov. 1988, S. 203-216.
- Arnott, Richard / Davidson, Russell / Pines, David (Housing Quality): Housing quality, maintenance and rehabilitation, in: *Review of Economic Studies*, Vol. L, 1983, S. 467-494.

- Artle, Roland / Varaiya, Pravin (Homeownership): Life cycle consumption and homeownership, in: *Jl. of Economic Theory*, Vol. 18, 1978, S 38-58.
- Backhouse, Roger E. (Methodology): Explorations in economic methodology: from Lakatos to empirical philosophy of science, London, New York 1998.
- Balchin, Paul (Hrsg.) (Housing Policy): Housing policy: an introduction. London 1995.
- Balchin, Paul (Hrsg.) (Housing Policy in Europe): Housing policy in Europe. London, N.Y. 1996.
- Balchin, Paul (Introduction): Introduction, in: Balchin, Paul (Hrsg.): Housing policy in Europe. London, N.Y. 1996.
- Balchin, Paul / Isaac, David / Rhoden, Maureen (Finance): Housing policy and finance. In: Balchin, Paul / Rhoden, Maureen (Hrsg.): Housing – the essential foundations, London, New York 1989.
- Balchin, Paul / Rhoden, Maureen (Hrsg.) (Housing): Housing – the essential foundations. London, New York 1998.
- Ball, Michael (London Property Markets): London and property markets: a long-term view, in: *Urban Studies*, Vol. 33, No. 6, 1996, S. 859-877.
- Ball, Michael / Grilli, Maurizio (UK Property Investments): UK commercial property investment: time-series characteristics and modelling strategies, in: *Jl. of Property Research*, 14, 1997, S. 279-296.
- Barber, Colin / Robertson, Donald / Scott, Andrew (Property and Inflation): Property and inflation: the hedging characteristics of U.K. commercial property, 1967-1994, in: *Jl. of Real Estate Finance & Economics*, Vol. 15, No. 1, 1997, S. 59-76.
- Barras, Richard (Economic Cycle): Property and the economic cycle: building cycles revisited, in: *Jl. of Property Research*, 11, 1994, S. 183-197.

Barthelmess, Jochen (Vorwort): Vorwort, in: Barthelmess, Jochen (Hrsg.): Handbuch des öffentlich geförderten Wohnungsbaus: Mietrechtliche, betriebswirtschaftliche, steuerliche und öffentlich-rechtliche Aspekte des sozialen Wohnungsbaus, Düsseldorf 1999.

Bartholmai, Bernd (Mietbelastung): Zur Entwicklung der Mietbelastung privater Haushalte, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht, 53. Jahrgang, 4/86, S. 45-51.

Baulig, J. (Aspekte): Betriebswirtschaftliche Aspekte des öffentlich geförderten Wohnungsbaus, in: Barthelmess, Jochen (Hrsg.): Handbuch des öffentlich geförderten Wohnungsbaus: Mietrechtliche, betriebswirtschaftliche, steuerliche und öffentlich-rechtliche Aspekte des sozialen Wohnungsbaus, Düsseldorf 1999.

Behrens, Fritz (Soziales Mietrecht): Benutzerfreundliches und/oder soziales Mietrecht? Eine Analyse der Reformvorschläge der Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Mietrechtsvereinfachung“, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 1997, S. 77 ff.

Behring, Karin (Privatisierung): Privatisierung im kommunalen Wohnungsbestand der neuen Bundesländer, in: IFO-Schnelldienst, 55. Jahrgang, Heft 1,2, 1992, S. 3-8.

Benjamin, John D. / Lusht, Kenneth M. / Shilling, James D. (Moral Hazard): What do rental contracts reveal about adverse selection and moral hazard in rental housing markets?, in: Real Estate Economics, Vol. 26, No. 2., 1998, S. 309-329.

Berry, Jim / McGreal, Stanley / Sieracki, Karen / Sotelo, Ramon (Investment Vehicles): An assessment of property investment vehicles with particular reference to German funds, in: Jl. of Property Investment & Finance, Vol. 17, No. 5, 1999, S. 430-443.

Betz, Karl (Gleichgewicht): Ein monetärkeynesianisches makroökonomisches Gleichgewicht, Diss., Marburg 1993.

Bison, Jutta (Regulierung): Die Regulierung des Mietwohnungsmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Diss., Frankfurt a.M. u.a. 1996.



- Black, Fischer / Scholes, Myron (Options): The pricing of options and corporate liabilities, in: *Jl. of Political Economy*, Vol. 81, 1973, S. 637-654.
- Block, Walter / Olsen, Edgar (Rent Control): Rent control – myth and realities, international evidence of the effects of rent control in six countries, Vancouver 1981.
- Bond, Michael T. / Seiler, Michael J. (Inflation): Real estate returns and inflation: an added variable approach, in: *Jl. of Real Estate Research*, Vol.15, No. 3, 1998, S. 327-338.
- Bone-Winkel, Stephan (Management): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, Diss., Köln 1994.
- Bone-Winkel, Stephan / Sotelo, Ramon (Büroflächen): Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet? Einige grundlegende Anmerkungen über den Immobilienmarkt am Beispiel der Stadt Berlin, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 4/1995, S. 199-205.
- Bourassa, Steven C. (Gap Hypothesis): An Australian view of the rent gap hypothesis, in: *Annals of the Association of American Geographers*, 80, 1992, S. 458-459.
- Braid, Ralph M. (Housing Market): The short-run comparative statics of a rental housing market, in: *Jl. of Urban Economics*, Vol. 10, No. 3, 1981, S. 286-310.
- Braid, Ralph M. (Policies): The effects of government housing policies in a vintage filtering model, in: *Jl. of Urban Economics*, Vol. 16, 1984, S. 272-296.
- Brand, Dieter (Transaktionskostenansatz): Der Transaktionskostenansatz in der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie: Stand und Weiterentwicklung der theoretischen Diskussion sowie Ansätze zur Messung des Einflusses kognitiver und motivationaler Persönlichkeitsmerkmale auf das transaktionskostenrelevante Informationsverhalten, Diss., Frankfurt a. M., u. a. 1990.
- Bull, Gregory (Housing): The economics of housing, in: Balchin, Paul / Rhoden, Maureen (Hrsg.): *Housing: the essential foundations*, London, New York 1998.

- Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (Wohngeld): Wohngeld- und Mietenbericht 1999, Berlin 2000.
- Capozza, Dennis R. / Helsley, Robert W. (City): The stochastic city, in: *Jl. of Urban Economics*, 28, 1990, S. 197-203.
- Capozza, Dennis R. / Li, Yuming (Timing): The intensity and timing of investment: the case of land, in: *The American Economic Review*, Vol. 84, Nr. 4, Sep. 1994, S. 889-904.
- Capozza, Dennis R. / Sick, Gordon A. (Land Markets): The risk structure of land markets, in: *Jl. of Urban Economics* 35, 1994, S. 297-319
- Chalmers, Alan F. (Wissenschaft): *Wege der Wissenschaft*, Berlin, Heidelberg, New York, Tokio 1986.
- Chatrath, Arjun / Liang, Youguo (REITs): REITs and inflation: a long-run perspective, in: *Jl. of Real Estate Research*, Vol. 16, No. 3, 1998, S. 311-325.
- Clark, Eric (Rent Gap): The rent gap re-examined, in: *Urban Studies*, Vol. 32, No. 9, 1995, S. 1489-1503.
- Clark, W.A.V. / Deurloo, M.C. / Dielemann, F.M. (Home-Ownership): Entry to homeownership in Germany: Some comparisons with the United States, in: *Urban Studies*, Vol. 34, No. 1, 1997, S. 7-19.
- Coase, Ronald H. (Firm): The nature of the firm, in: *Economica*, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386-405.
- Cornell, Bradford / Shapiro, Alan C. (Stakeholders): Corporate stakeholders and corporate finance, in: *Financial Management*, Vol. 16, No. 1, 1987, S. 5-14.
- Dixit, Avinash / Pindyck, Robert S. (Investment): *Investment under uncertainty*, Princeton 1993.
- Dorn, Volker (Changes): Changes in the social rented sector in Germany, in: *Housing Studies*, Vol. 12, No. 4, 1997, S. 463-475.

- Downes, John (Dictionary): John Downes, Jordan Elliot Goodmann (Hrsg.): Dictionary of finance and investment terms, 5. Aufl., New York 1998.
- Downing, Chris / Wallace, Nancy (Real Options): A real options approach to housing investments, unveröffentlichter Aufsatz.
- Drukarczyk, Jochen (Insolvenz): Unternehmen und Insolvenz, Wiesbaden 1987.
- Drukarczyk, Jochen (Finanzierung): Finanzierung, 8. Aufl., Stuttgart 1999.
- Eekhoff, Johann (Wohnungsmarkt): Wohnungs- und Bodenmarkt, Tübingen 1987.
- Eekhoff, Johann (Mietrecht): Verlässliches Mietrecht als Grundlage einer sozialen Wohnungspolitik, in: Wohnungswirtschaft zwischen Markt und Staat, Festschrift für Theodor Paul, Düsseldorf 1991, S. 31 - 49.
- Eekhoff, Johann (Wohnungspolitik): Wohnungspolitik, Tübingen 1993.
- Emmerich, Volker (Miete): Miete: Handkommentar; §§ 535-580a des Bürgerlichen Gesetzbuches; 2. Wohnraumkündigungsschutzgesetz; Gesetz zur dauerhaften sozialen Verbesserung der Wohnsituation im Land Berlin, von Volker Emmerich und Jürgen Sonnenschein, 6. neubearb. Aufl., Berlin 1991.
- Emminger, Otmar (D-Mark): D-Mark, Dollar, Währungskrisen: Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten, 2. Aufl., Stuttgart 1987.
- Evans, Alan W. (Efficient): The property market: ninety per cent efficient?, in: Urban Studies, Vol. 32, No. 1, 1995, S. 5-29.
- Expertenkommission Wohnungspolitik (Wohnungspolitik): Wohnungspolitik auf dem Prüfstand, Tübingen 1995.
- Fama, Eugene F. (Decisions): The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders, in: The American Economic Review, 68, 1978, S. 272-284.
- Fama, Eugene F. (Agency): Agency problems and the theory of the firm, in: Jl. of Political Economy, Vol. 88, No. 21, 1980, S. 288-307.

Feyerabend, Paul K. (Methodenzwang): Wider den Methodenzwang, Frankfurt a.M. 1986.

Franke, Günter / Hax, Herbert (Finanzwirtschaft): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Berlin, u.a. 1999.

Füllenkemper, H. (Wirkungsanalyse): Wirkungsanalyse der Wohnungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Beiträge zum Siedlungs- und Wohnungswesen und zur Raumplanung, Band 78, Münster 1982.

Gatzlaff, Dean H. / Tirtiroglu, Doğan (Efficiency): Real estate market efficiency: issues and evidence, in: Jl. of Real Estate Literature, Vol. 3, 1995, S. 157-189.

GEWOS (Sicherung): Wohngeld und Sozialwohnungsbestand als Instrumente zur sozialen Sicherung des Wohnens auf unterschiedlichen Teilmärkten, Endbericht, Hamburg 1987.

Grenadier, Steven R. (Cycles): The persistence of real estate cycles, in: Jl. of Real Estate and Economics, 10, 1995, S. 95-119.

Grenadier, Steven R. (Options): The strategic exercise of options: development cascades and overbuilding in real estate markets, in: Jl. of Finance, Vol., 51, No. 5, 1996, S. 1653-1679.

Grossmann, Sanford J. / Hart, Oliver D. (Free-Rider): Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: Bell Jl. of Economics, 11, 1980, S. 42-64.

Guntermann, Karl L. (Development): Residential land prices prior to development, in: Jl. of Real Estate Research, Vol. 14, No ½, 1997, S. 1-17.

Gurney, Craig M. (Home Ownership): Lowering the drawbridge: a case study of analogy and metaphor in the social construction of home-ownership, in: Urban Studies, Vol. 36, No. 10, 1999, S. 1705-1722.

- Gurney, Craig M. (Home Ownership II): Pride and prejudice: discourses of normalisation in public and private accounts of home ownership, in: *Housing Studies*, Vol. 14, No. 2, 1999, S. 163-183.
- Gyourko, J. / Linneman, P. (Rent Control): Equity and efficiency aspects of rent control: an empirical study of New York city, in: *Jl. of Urban Economics*, Vol. 26, No. 1, July 1989, S. 54-74.
- Häpke, Ulrich (Nachfrager): Nachfrager und Nachfrageverhalten an den Wohnungsmärkten, in: in: Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.): *Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft*, 3. überarb. und erweit. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994, S. 95-123.
- Hammel, Daniel J. (Rent Gap): Re-establishing the rent gap: an alternative view of capitalised land rent, in: *Urban Studies*, Vol. 36, No. 8, 1999, S. 1283-1293.
- Hendershott, Patric H. / Turner, Bengt (Capitalisation): Estimating constant-quality capitalisation rates and capitalisation effects of below market financing, in: *Jl. of Property Research*, 16 (2), 1999, S. 109-122.
- Henderson, J. Vernon / Ioannides, Yannis M. (Consumer): Dynamic aspects of consumer decisions in housing markets, in: *Jl. of Urban Economics*, Vol. 26, 1989, S. 212-230.
- Hoesli, Martin / MacGregor, Bryan D. / Matysiak, George / Nanthakumaran, Nanda (Inflation-Hedging): The short-term inflation-hedging characteristics of U.K. real estate, in: *Jl. of Real Estate and Economics*, Vol. 15, No. 1, 1997, S. 27-57.
- Homburg, Stefan (Tenant Protection): An analysis of the German tenant protection law, in: *Jl. of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 149, 1993, S. 464 - 474.

Homburg, Stefan (Staatseingriffe): Staatseingriffe auf dem Wohnungsmarkt. Miete versus Selbstnutzung. Gutachten für die Expertenkommission Wohnungspolitik im Bundesministerium für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau. In: Expertenkommission Wohnungspolitik (Hrsg.): Materialband zum Gutachten Wohnungspolitik auf dem Prüfstand, Bonn 1994.

Hommel, Ulrich / Vollrath, Robert / Wieland, Aglaia (Realoptionsansatz): Die Bedeutung des Realoptionsansatzes aus Sicht der Finanzintermediäre, in: Hommel, Ulrich (Hrsg.): Working paper series, forthcoming in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen.

Hotzan, Jürgen (Stadt): dtv-Atlas zur Stadt – Von den ersten Gründungen bis zur modernen Stadtplanung. München 1994.

Hubert, Franz (Regulation): The regulation of rental contracts in the housing market, Diss., Frankfurt/Main 1991.

Hughes, John E. T. / Madin, Jean (Rented Housing): An assessment of the long run impact of the business expansion scheme and the prospects for individual investment in privately rented housing in the UK, in: Jl. of Property Research, 15, 1998, S. 35-55.

Hull, John C. (Options): Options, futures, & other derivatives, 4. internationale Aufl., London u. a. 2000.

Jaedicke, Wolfgang (Mietrecht): Analyse der Auswirkungen des Mietrechts und Bewertung des Änderungsbedarfes, in Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 1997, S. 197 ff.

Jaffe, Austen J. (Role): On the role of transaction costs and property rights in housing markets, in: Housing Studies, Vol. 11, No. 3, 1996, S. 425-434.

Jaffe, Austen J. / Louziotis, Demetrios, Jr. (Institutional Factors): Property rights and economic efficiency: a survey of institutional factors, in: Jl. of Real Estate Literature, Vol. 4, 1996, S. 137-159.

- Jaffe, Austen / Sirmans, C. F. (Fundamentals): Fundamentals of real estate investments, 3. Aufl., London, u. a. 1995.
- Jenke, Axel (Wohnungsmarkt): Theorie und Realität auf dem Wohnungsmarkt, in: Noy, Klaus (Hrsg.): Wohnungswirtschaft jenseits reiner ökonomischer Realität, Bochum 1985, S. 9 – 46.
- Jenkis, Helmut W. (Hrsg.) (Wohnungswirtschaft): Kompendium der Wohnungswirtschaft, München, Wien 1991.
- Jenkis, Helmut W. (Wohnungspolitik): Die Wohnungspolitik auf dem Prüfstand?, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 49 JG., Heft 9, 1996, S. 515-525.
- Jensen, Michael C. (Agency Costs): Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-overs, in: American Economic Review, Vol. 76, Papers and Proceedings, 1986, S. 323-329.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H. (Firm): Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Jl. of Financial Economics 3, 1976, S. 305-360.
- Jones, Colin / MacLennan, Duncan (Housing Market): The impact of North Sea oil development on the Aberdeen housing market, in: Land Development Studies, Vol. 3, 1986, S. 113-126.
- Jones, L.D. (Housing Tenure): Testing the central prediction of housing tenure transition models, in: Jl. of Urban Economics, Vol. 38, 1995, S. 50-73.
- Kahn, Mohsin S. / Senhadji, Abdelhak S. (Financial Development): Financial development and economic growth: an overview. IMF Working Paper, WP/00/209, Washington Dez. 2000.
- Kaiser, Ronald W. (Long Cycle): The long cycle in real estate, in: Jl. of Real Estate Research, Vol. 14, No. 3, 1997, S. 232-257.
- Kerl, Volkher (Hypothekarkredit): Aktuelle Anforderungen an den Hypothekarkredit, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1/99, S. 37-46.



Keynes, John Maynard (General Theory): The general theory of employment, interest and money, 1. Aufl., London u. a. 1936.

Keynes, John Maynard (Treatise): A treatise on money, in two volumes, 2 the applied theory of money, the collected writings of John Maynard Keynes, Volume VI., London, Basingstoke 1971.

Kleiber, Wolfgang (Verkehrswertermittlung): Erläuterungen zur Verkehrswertermittlung von Grundstücken nach nichtnormierten Verfahren, in: Kleiber, Wolfgang / Simon, Jürgen / Weyers, Gustav (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 2. Aufl., Köln 1994, S. 989-1008.

Kleiber, Wolfgang (Verkaufswert): Babylon ist überall – Verkaufswert versus Verkehrswert, in: Der Langfristige Kredit, 7/96, S. 200-204.

Kleinmann, Mark (Welfare): Housing, welfare and the state in Europe: a comparative analysis of Britain, France and Germany, Cheltenham 1996.

Köpfler, Thilo (Wohnungsbaufinanzierung): Die Wohnungsbaufinanzierung, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, München, Wien 1991, S. 448-466.

Kornemann, Rolf (Fehlsubventionierungen): Fehlsubventionierungen im öffentlich geförderten sozialen Wohnungsbau: Bilanz einer systemwidrigen Marktintervention, Bonn 1973.

Krahen, Jan-Pieter (Sunk Costs): Sunk costs und Unternehmensfinanzierung, Habilitationsschr., Wiesbaden 1991.

Kruschwitz, Lutz (Optionspreistheorie): Eine Einführung in die Optionspreistheorie (I), in: Das Wirtschaftsstudium, 2/84, S. 68-72.

Kück, Ursula (Bestimmungsfaktoren): Bestimmungsfaktoren des Wohnungsbaus - Eine statistische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland von 1972 bis 1989 unter Berücksichtigung ausgewählter Bauherrengruppen, Diss., Bergisch-Gladbach 1992.

- Kühne-Büning, Lidwina (Besonderheiten): Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Wohnen und seiner Nutzungsleistungen, in: Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. überarb. und erweiter. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994, S. 6-17.
- Kühne-Büning, Lidwina (Interdependenzen): Interdependenzen wohnungswirtschaftlicher Teilmärkte – theoretische Ansätze zur Erklärung prozessualer Abläufe, in: Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. überarb. und erweiter. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994, S. 124-138.
- Kühne-Büning, Lidwina (Marktwirtschaft): Wohnungsmarkt im System der Marktwirtschaft, in: Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.): (Grundlagen): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. überarb. und erweiter. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994, S. 17-26.
- Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.): (Grundlagen): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. überarb. und erweiter. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994.
- Kuhn, Thomas (Struktur): Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt a.M. 1999.
- Lakatos, Imre (Forschungsprogramme): Die Methodologie der wissenschaftlichen Forschungsprogramme, philosophische Schriften 2 Bd., Bd. 1, Wiesbaden 1982.
- Larsen, Alan B. / McQueen, Grant R. (REITs): REITs, real estate, and inflation: lessons from the gold market, in: JI. of Real Estate Finance and Economics, Vol. 10, 1995, S. 285-297.
- Leopoldsberger, Gerrit (Wertermittlung): Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, Diss., Köln 1998.

- Limmack, R. J. / Ward, C. W. R. (Inflation): Property returns and inflation, in: *Land Development Studies*, No. 5, 1988, S. 47-55.
- Liu, Crocker H. / Hartzell, David J. / Hoesli, Martin E. (Inflation Hedge): International evidence on real estate securities as an inflation hedge, in: *Real Estate Economics*, Vol. 25, No. 2, 1997, S. 193-221.
- Lloyd, Greg / Newlands, David (Interaction): The interaction of housing and labour markets: an Aberdeen case study, in: *Land Development Studies*, Vol. 7, 1990, S. 31-40.
- Lowry, Ira S. (Filtering): Filtering and housing standards: a conceptual Analysis, in: *Land Economics*, XXXVI (4), 1960, S. 362-370.
- Lucius, Dominik I. (Realoptionen): Realoptionen: Immobilienspezifische Anwendungsmöglichkeiten der Optionspreistheorie, Diplomarbeit, European Business School, 1999.
- Lüde, Rolf von (Nachfrage): Die Nachfrage nach Wohnungen. Eine theoretisch-empirische Analyse, Göttingen 1978.
- McGough, A. J. / Tsolacos, S. (Building Cycles): The stylised facts of the UK commercial building cycles, in: *Environment and Planning*, Vol. 29, 1997, S. 485-500.
- McKinnon, Ronald (Financial Liberalisation): Financial liberalisation and economic development, in: Cheng, Hang-Sheng (Hrsg.): *Financial policy and reform in the pacific basin countries*, Lexington u. a. 1986.
- Meese, Richard / Wallace, Nancy (Testing): Testing the present value relation for housing prices: should I leave my house in San Francisco?, in: *Jl. of Urban Economics*, 35, 1994, S. 245-266.
- Meyers, Stewart C. (Corporate Borrowing): Determinants of corporate borrowing, in: *Jl. of Financial Economics* 5, 1977, S. 147-145.

- Meyers, Stewart C. / Majluf, Nicholas S. (Corporate Financing): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: *Jl. of Financial Economics*, 13, 1984, S. 187-221.
- Miceli, Thomas J. (Rental Housing): Habitability laws for rental housing: the impact of tenant inputs, in: *Urban Studies*, Vol. 29, No. 1, 1992, S. 15-24.
- Miller, Merton H. (Debt and Taxes): Debt and taxes, in: *Jl. of Finance*, Vol. XXXII, No. 2, 1977, S. 261-275.
- Modigliani, Franco / Miller, Merton H. (Cost of Capital): The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: *American Economic Review*, 48, 1958, S. 261-297.
- Modigliani, Franco / Miller, Merton H. (Tax): Corporate income tax and the cost of capital, in: *American Economic Review*, 53, 1963, S. 433ff.
- Moses, Leon / Williamson, Harold F. Jr. (Location): The location of economic activity in cities, in: Edel, Matthew / Rothenberg, Jerome (Hrsg.): *Readings in urban economics*, New York 1972.
- Müller, Wolfgang-Hermann (Prinzipien): *Prinzipien wirtschaftlichen Handelns und ihre Anwendung: Umriß einer Wirtschaftsphilosophie*, Frankfurt a. M. u.a. 1996.
- Muth, Richard F. (Demand): The demand for non-farm housing, in: Harberger, Arnold C. (Hrsg.): *The demand for durable goods*, Chicago 1960.
- Nachtkamp, Hans (Subventionen): Subventionen und steuerliche Sonderregelungen für die Wohnungswirtschaft als finanz- und sozialpolitisches Problem, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): *Kompedium der Wohnungswirtschaft*, München und Wien 1991, S. 98 - 117.
- Oettle, Karl (Wohnungswirtschaft): Wohnungswirtschaft in den deutschen Wirtschafts- und Sozialwissenschaften vernachlässigt, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): *Kompedium der Wohnungswirtschaft*, München und Wien 1991, S. 3 - 21.

- O'Flaherty, Brendan (Homelessness): An economic theory of homelessness and housing. in: *Jl. of Housing Economics*, Vol. 4, No. 1, 1995, S. 13-49.
- Olsen, Edgar O. (Maintenance): What do economists know about the effect of rent control on housing maintenance?, in: *The Jl. of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 1, No 3, Nov. 1988, S. 295-308.
- Paschke, Marian (Dauerschuldverhältnis): *Das Dauerschuldverhältnis der Wohnraummiete: Grundfragen der privatautonomen Gestaltung des Wohnraummietverhältnisses*, Berlin 1991.
- Perridon, Louis / Steiner, Manfred (Finanzwirtschaft): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 10. Aufl., München 1999.
- Petersen, Jens-Uwe (Vorgeschichte): *Die Vorgeschichte und Entstehung des Mieterschutzgesetzes von 1923 nebst der Anordnung für das Verfahren vor dem Mieteinigungsamt und der Beschwerdestelle*, Diss., Frankfurt am Main u. a. 1991.
- Pfeiffer, Ulrich / Simons, Harald / Porsch, Lucas (Strukturwandel): *Wohnungswirtschaftlicher Strukturwandel in den neuen Bundesländern – Bericht der Kommission. Im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen*, Berlin 2000.
- Picot, Arnold (Transaktionskostenansatz): *Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert*, in: *Die Betriebswirtschaft* 42, 1982, S. 267-284.
- Popper, Karl R. (Logik): *Logik der Forschung*, 5. Aufl., Nachdruck der vierten, verbesserten Aufl., Tübingen 1971.
- Quigg, L. (Real Option): Empirical testing of real option-pricing models, in: *Jl. of Finance*, Vol. 48, No. 2, 1993, S. 621-640.
- Quigg, L. (Development): Optimal land development, in: Trigeorgis, Lenos (Hrsg.): *Real options in capital investment. Models, strategies, and applications*, Westport 1995, S. 265-280.

- Rahner, Karl (Grundkurs): Grundkurs des Glaubens, Freiburg, Basel, Wien 1984.
- Ratcliff, Richard U. (Land Economics): Urban land economics, New York, Toronto, London 1949.
- Raupach, Arndt / Böckstiegel, Martin (Verlustregelungen): Die Verlustregelungen des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002, in: Finanzrundschau, Hefte 9-11/1999, S. 487-503, 557-573 und 617-628.
- Riese, Hajo (Inflation): Theorie der Inflation, Tübingen 1986.
- Riese, Hajo (Geld): Geld, Kredit, Vermögen: Begriffliche Grundlagen und preistheoretische Implikationen der monetär keynesianischen Ökonomie, in: Riese, Hajo / Spahn, Heinz-Peter (Hrsg.): Internationale Geldwirtschaft, Regensburg 1989, S. 1-59.
- Rips, Franz-Georg (Wohnungspolitik): Die Wohnungspolitik am Scheideweg – Auf den Spuren der Expertenkommission. Die Mietrechts-Vorschläge der Expertenkommission auf dem Prüfstand, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 48. JG., Heft 5, Mai 1995, S. 283-296.
- Roll, R. (American Call Options): An analytical formula for unprotected American call options on stocks with known dividends, in: JI. of Financial Economics, 5, 1977, S. 251-258.
- Rothschild, Michael / Stiglitz, Joseph A. (Imperfect Information): Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information, in: Quarterly JI. of Economics, Vol. 90, No. 4, 1976, S. 629-649.
- Rüchardt, Konrad (Verkaufswert): Babylon ist entwirrbar! Zur Abgrenzung von Verkehrswert und Verkaufswert, in: Der langfristige Kredit 18/96, S. 550-557.
- Schellhaaß, Horst-Manfred (Wohngeld): Das Wohngeld als Instrument zur sozialen Sicherung des Wohnens, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 1/1998, S. 12-17.

Schneider, Helmut (Wohlfahrtstheorie): Grundlagen der Wohlfahrtstheorie, in: Das Wirtschaftsstudium, 2/94, S. 145-151.

Schulte, Karl-Werner (Immobilienberufe): Aus- und Weiterbildung für Immobilienberufe, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, München, Wien 1998, S. 83-95.

Schulte, Karl-Werner (Immobilienökonomie): Immobilienökonomie – ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept!, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): 10 Jahre ebs Immobilienakademie, Festschrift, Frankfurt am Main 2000.

Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang (Grundlagen): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, München, Wien 1998, S. 99-115.

Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang (Immobilienökonomie): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1999, S. 25-30 (Teil 1) und S. 92-98 (Teil 2).

Schulte, Karl-Werner / Leopoldsberger, Gerrit / Schaubach, Peter / Vaaßen, Nicole / Walker, Andreas (Immobilienfinanzierung): Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, München, Wien 1998, S. 449-505.

Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang / Hoberg, Wenzel / Homann, Klaus / Sotelo, Ramon / Vogler, Jochen H. (Betrachtungsgegenstand): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, München, Wien 1998, S. 13-80.

Schulz, Günther (Wiederaufbau): Wiederaufbau in Deutschland - Die Wohnungsbaupolitik in den Westzonen und der Bundesrepublik von 1945 bis 1957, Habil.-Schr., Düsseldorf 1994.

Schumann, Jochen (Wohlfahrtsökonomik): Wohlfahrtsökonomik, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 10/1983, S. 512-520.



- Simon, Jürgen (Sachwertverfahren): Sachwertverfahren: Alterswertminderung, in: Kleiber, Wolfgang / Simon, Jürgen / Weyers, Gustav (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 2. Aufl., Köln 1994.
- Sotelo, Ramon (WertV): Die WertV ist tot, es lebe die WertV, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 2/95, S. 91-96.
- Sotelo, Ramon (Beleihungswertermittlung): Fehlverhalten bei der Beleihungswertermittlung und Immobilienfinanzierung, in: Der langfristige Kredit, 19/95, S. 650-656.
- Sotelo, Ramon (Mieten oder Kaufen): Mieten oder Kaufen? Über die Relevanz des Williamssonschen transaktionskostenökonomischen Finanzierungsansatzes für die Immobilienwirtschaft und -wissenschaft, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 11/1996, S. 679-684.
- Sotelo, Ramon (Büroflächen): Die Vermietung von Büroflächen - eine Preisfrage?, in: immoebs NewsLetter, 2/96, S. 1 f.
- Sotelo, Ramon (Mietrecht): Mietrecht als Institution zur Förderung des Mietwohnungsmarkts: Grundlegende Überlegungen zur Mietrechtsreform, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 2/1997, S. 84-87.
- Sotelo, Ramon (Zusammenhänge): Die Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzungen und ihrer Finanzierung, in: Der langfristige Kredit, 6/98, S. 206-209.
- Sotelo, Ramon (Dilemma): Ein Dilemma der Wohnungspolitik: Einige optionspreistheoretische Überlegungen zur aktuellen wohnungspolitischen Diskussion, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 3/1998, S. 142-146.
- Sotelo, Ramon (Immobilienaktiengesellschaften): Immobilienaktiengesellschaften - Mythos und Möglichkeiten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1/2000, S. 24-28.
- Sotelo, Ramon / Bülow, Torsten (Mietincentives): Mietincentives und ihre Bewertung: Ein Problem für die WertV 88?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 6/1997, S. 354-356.

Sotelo, Ramon / Tiemann, H. Jürgen (Bürofläche): Die Bürofläche als Produktionsfaktor, in: Arbeitgeber, Nr. 24, 47. Jg., 1995, S. 925-926.

Sotelo, Ramon / Waltz, Ulrich (Vergleichsmietensystem): Ökonomische Fundierung des Vergleichsmietensystems: Die dynamische ortsübliche Vergleichsmiete, in: Das Grundeigentum, 24/1995, S. 1513-1523.

Spremann, Klaus (Finanzierung): Investition und Finanzierung, 4. Aufl., München, Wien 1991.

Stadermann, Hanz-Joachim (Währung): Wesentliche Eigenschaften der Währung und des Geldes. Eine Differenzierung der Währungsemission von Staatsbanken und Zentralbanken, In: Betz, Karl / Roy, Tobias (Hrsg.): Privateigentum und Geld: Kontroversen um den Ansatz von Heinsohn und Steiger, Marburg 1999.

Stahl, Konrad (Wohnungsmarktmodelle): Quantitative Wohnungsmarktmodelle - eine konzeptionelle Einführung, in: Bundesminister für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau (Hrsg.): Wohnungsmarkt und Wohnungspolitik, Wohnungsmarktsimulationsmodelle, Schriftenreihe "Wohnungsmarkt und Wohnungspolitik" des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau, Heft 07.011, Troisdorf 1980, S. 9 – 24.

Statistisches Bundesamt: Zeitreihenservice des Statistischen Bundesamtes, in: [www.statistik-bund.de/zeitreih/home.htm](http://www.statistik-bund.de/zeitreih/home.htm), diverse Abrufdaten.

Steinert, Jürgen (Subvention): Wohnungsbau ohne Subvention? – Aus Sicht der gemeinnützigen Wirtschaft, in: Der langfristige Kredit, 1/88, S. 15 f.

Stigler, George J. (Economic Regulation): The theory of economic regulation, in: Bell JI. of Economics and Management Science, in: Stigler, George J.: The Citizen and the State, Chicago, London 1975, S. 114 – 141.

Stigler, George J. (Process): The process of economic regulation, in: Stigler, George J. (Hrsg.): The Citizen and the State, Chicago, London 1975, S. 145 – 166.

Stiglitz, Joseph E. (Irrelevance): On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, 64, 1974, S. 851-866.

- Stigler, George J. (Free Riders): Free riders and collective action: an appendix to theories of economic regulation, in: *Bell J. of Economics and Management Science*, Vol. 5, 1974, S. 359 - 366.
- Stiglitz, Joseph E. / Weiss, Andrew (Credit Rationing): Credit rationing in credit markets with imperfect information, in: *American Economic Review*, 71, 1981, S. 393-410.
- Sweeney, James L. (Hierarchies): Quality commodity hierarchies, and housing markets, in: *Econometrica*, Vol. 42, No. 1, Jan. 1974, S. 147-167.
- Thünen, Johann Heinrich von (Staat): *Der isolierte Staat in Beziehung auf Landwirtschaft und Nationalökonomie*, 1. Aufl., Hamburg 1826.
- Titman, Sheridan (Urban Land): Urban land prices under uncertainty, in: *The American Economic Review*, Vol. 75, Nr. 3, 1985, S. 505-514.
- Tomann, Horst (Housing Policy): The housing market, housing finance and housing policy in West Germany: prospects for the 1990s, in: *Urban Studies*, Vol. 27, No. 6, 1990, S. 919-930.
- Trigeorgis, Lenos (Real Options): *Real Options: managerial flexibility and strategy in resource allocation*, 4. Aufl., Cambridge, Mass., London 1999.
- Tse, Raymond Y.C. / Raftery, John (Elasticity): Income elasticity of housing consumption in Hong Kong: a cointegration approach, in: *Jl. of Property Research*, Vol. 16, No. 2, 1999, S. 123-138.
- Vogel, Roland (Verkehrswert): Verkehrswert und Verkaufswert - gleich oder ungleich?, in: *Der langfristige Kredit*, 20/92, S. 660 ff.
- Watkins, C. (Property Market): Are new entrants to the residential property market informationally disadvantaged?, in: *Jl. of Property Research*, Vol. 15, 1998, S. 57-70.
- Weissbarth, R. / Thomae, M. (Sickereffekte): Sickereffekte verschiedener Formen der Wohnbau- und Bausparförderung, Schriftenreihe "Wohnungsmarkt und Wohnungspolitik" des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau, Heft Nr. 07.003, Bonn 1978.

- Weltbank (Weltentwicklungsbericht): Weltentwicklungsbericht 1989: Finanzaahlen und Entwicklung – Kennzahlen der Weltentwicklung, New York 1989.
- Werczberger, Elia (Home Ownership): Home ownership and rent control in Switzerland, in: Housing Studies, Vol. 12, No. 3, 1997, S. 337-353.
- Werth, Alfred (Beleihungswerte): Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 5/98, S. 257-266.
- Whaley, R. (Valuation): On the valuation of American call options on stocks with known dividends, in: Jl. of Financial Economics, 9, 1981, S. 207-211.
- Wheaton, William C. (Cycles): Real estate "cycles": some fundamentals, in: Real Estate Economics, 2, 1999, S. 209-230.
- Whitehead, Christine (Affordability): From need to affordability: an analysis of UK housing objectives, in: Urban Studies, Vol. 28, No. 6, 1991, S. 871-887.
- Williams, Joseph T. (Development): Real estate development as an option, in: Jl. of Real Estate Finance and Economics, 4, 1991, S. 191-208.
- Williamson, Oliver E. (Corporate Finance): Corporate finance and corporate governance. in: The Jl. of Finance, Vol. CLIII, No. 3, July 1988, S. 567-591.
- Williamson, Oliver E. (Institutionen): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990.
- Williamson, Oliver E. (Economic organisation): Comparative economic organisation: the analysis of discrete structural alternatives, in: Administrative Science Quarterly, 36, 1991, S. 269-296.
- Woll, Artur (Volkswirtschaftslehre): Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 6. verbesserte und ergänzte Aufl., München 1978.
- Wullkopf, Uwe (§ 2 MHG): Sachkunde und Methodik bei Sachverständigengutachten nach § 2 MHG, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 38. Jg., Heft 1, 1985, S. 3-7.

Yobaccio, E. / Rubens, J. H. / Ketcham, D.C. (Inflation-Hedging): The inflation-hedging properties of risk assets: the case of REITs, in: JI. of Real Estate Research, Vol. 10, No. 3, 1995, S. 279-297.

## **BISHER IN DIESER REIHE ERSCHIENEN:**

### **Band 1**

Stephan Bone-Winkel

**Das strategische Management von offenen Immobilienfonds** unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien  
ISBN 3-932687-15-9

### **Band 2**

Matthias Thomas

**Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt**  
ISBN 3-932687-23-X

### **Band 3**

Wolfgang Schäfers

**Strategisches Management von Unternehmensimmobilien**  
Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung  
ISBN 3-932687-24-8

### **Band 4**

Daniela Kirsch

**Public Private Partnership**

Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in Projekten der Flächenerschließung und Immobilienentwicklung  
ISBN 3-932687-27-2

### **Band 5**

Sven-Eric Ropeter

**Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien**  
ISBN 3-932687-30-2

### **Band 6**

Gerrit Leopoldsberger

**Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien**  
ISBN 3-932687-28-0

**Band 7**

Kerstin Hiska Brade

**Strategischer Marketing-Planungsprozeß für Büroimmobilien**

ISBN 3-932687-34-5

**Band 8**

Björn Isenhöfer

**Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen**

ISBN 3-932687-35-3

**Band 9**

Christoph Buse

**Strategisches Management von industrieverbundenen**

**Wohnungsunternehmen**

ISBN 3-932687-39-6

**Band 10**

Nicole Vaaßen

**Gewerbliches Immobilienleasing**

Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers

ISBN 3-932687-40-X

**Band 11**

Arno Väh

**Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als**

**Pendant zum REIT**

Entwicklung einer Konzeption auf der Basis der KAGG-Novelle '98

ISBN 3-932687-41-8

**Band 12**

Petra Straßheimer

**Internationales Corporate Real Estate Management**

Implikationen der Internationalisierung von Unternehmen auf das betriebliche Immobilienmanagement

ISBN 3-932687-51-5

**Band 13**

Markus Hens

**Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien**

ISBN 3-932687-52-3



**Band 14**

Barbara Pierschke

**Die organisatorische Gestaltung des betrieblichen  
Immobilienmanagements**

ISBN 3-932687-71-X

**Band 15**

Victoria Walbröhl

**Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des  
Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger**

– eine Untersuchung am Beispiel deutscher

Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen

ISBN 3-932687-78-7

**Band 16**

Ramon Sotelo

**Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik**

ISBN 3-932687-80-9

**Band 17**

Marcel Crommen

**Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

Eine Shareholder Value-orientierte Analyse

ISBN 3-932687-79-5





„Der Wohnungsmarkt ist ein Markt wie alle anderen – und auch wieder nicht.“

Dieser Satz, mit dem das im Jahre 1992 von der Bundesregierung in Auftrag gegebene Gutachten der „Sinn-Kommission“ beginnt, erhält mit der vorliegenden Arbeit insoweit eine weitere Bedeutung, als verschiedene Wohnungsmarktkonzepte zum Verständnis von Marktphänomenen heranzuziehen sind.

Dem traditionellen, auf Angebot und Nachfrage basierenden, güterwirtschaftlichen Ansatz, der auch in seiner raffinierten Form, dem Filtering-Modell, von einem preiselastischen Angebot ausgeht, wird ein finanzierungstheoretischer, vermögensmarktwirtschaftlicher und optionstheoretischer Ansatz ergänzend zur Seite gestellt. Staatliche Interventionen finden hierdurch eine neue Legitimation.

Nicht Marktversagen kennzeichnen primär den Wohnungsmarkt, sondern unzureichende Marktkonzepte, die wohnungswirtschaftliche Forschung sowie die hierauf aufbauende wohnungspolitische Debatte. Es zeigt sich, dass Wohnungsmarktprozesse nur im Verbund unterschiedlicher Perspektiven umfassend verstanden werden können. Wohnungspolitische Handlungsempfehlungen sollten mit den Ergebnissen dieser Marktkonzepte konform gehen.

Dieses Buch richtet sich über den akademischen Adressatenkreis hinaus an Praktiker aus dem wohnungswirtschaftlichen sowie dem wohnungspolitischen Umfeld.



Rudolf Müller

ISBN 3-932687-80-9



9 783932 687808

[www.immobilienmanager.de](http://www.immobilienmanager.de)

ebs